BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA

CELEBRATING 75 YEARS
CÉLÉBRONS 75 ANS

Monetary Policy Report

July 2010

www.bankofcanada.ca

CANADA'S INFLATION-CONTROL STRATEGY*

Inflation control and the economy

- Inflation control is not an end in itself; it is the means whereby monetary policy contributes to solid economic performance.
- Low, stable, and predictable inflation allows the economy to function more effectively. This contributes to better economic growth over time and works to moderate cyclical fluctuations in output and employment.

The monetary policy instrument

- Announcements regarding the Bank's policy instrument—the target overnight interest rate—take place, under normal circumstances, on eight pre-specified dates during the year.
- In setting a target for the overnight rate, the Bank of Canada influences short-term interest rates to achieve a rate of monetary expansion consistent with the inflation-control target. The transmission mechanism is complex and involves long and variable lags—the impact on inflation from changes in policy rates is usually spread over six to eight quarters.

The targets

- In February 1991, the federal government and the Bank of Canada jointly agreed on a series of targets for reducing total CPI inflation to the midpoint of a range of 1 to 3 per cent by the end of 1995. The inflation target has been extended a number of times. In November 2006, the agreement was renewed for a period of five years to the end of 2011. Under this agreement, the Bank will continue to conduct monetary policy aimed at keeping total CPI inflation at 2 per cent, with a control range of 1 to 3 per cent around the target.

Monitoring inflation

- In the short run, a good deal of movement in the CPI is caused by transitory fluctuations in the prices of such volatile components as fruit and gasoline, as well as by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank uses a core measure of CPI inflation as an indicator of the underlying trend in inflation. This core measure excludes eight of the most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes.

* See "Joint Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on the Renewal of the Inflation-Control Target" and background information. Reprinted in the *Bank of Canada Review* (Winter 2006–2007): 45–59.

Bank of Canada
234 Wellington Street
Ottawa, Ontario K1A 0G9

ISSN 1201-8783 (Print)
ISSN 1490-1234 (Online)
Printed in Canada on recycled paper

BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA

CELEBRATING 75 YEARS
CÉLÉBRONS 75 ANS

Monetary Policy Report

July 2010

THIS IS A REPORT OF THE GOVERNING COUNCIL OF THE BANK OF CANADA
MARK CARNEY, TIFF MACKLEM, PIERRE DUGUAY, JOHN MURRAY, TIMOTHY LANE, AND JEAN BOIVIN

Now is not the time to rest on our laurels. Public and private boldness, both at home and abroad, will be required to secure the recovery. This means G-20 action to reform the global financial system and to secure a sustainable recovery. This means investments by our businesses to improve productivity and to gain new markets. This means Canadians should fully engage the new multi-polar global economy.

These are all big decisions. How quickly and how effectively they are taken will influence activity and inflation in Canada and, therefore, the stance of monetary policy. The Bank will need to be agile.

—Mark Carney

Governor, Bank of Canada
16 June 2010
Charlottetown, Prince Edward Island

Contents

1 **Overview**

3 **The Global Economy**

5 Recent Developments

6 Developments in Global Financial Markets

10 Outlook for the Global Economy

15 **The Canadian Economy**

15 Recent Developments

15 Economic Activity

17 Estimated Pressures on Capacity

18 Inflation and the 2 Per Cent Target

19 Canadian Financial Conditions

21 Exchange Rate

22 Outlook for the Canadian Economy

22 Aggregate Demand and Supply

24 The Projection for Inflation

27 **Risks to the Outlook**

Technical Boxes

4 The Sovereign Debt Crisis in Europe: Impact on the Global and Canadian Economies

7 The Bank of Canada's New Commodity Price Index: The Fisher BCPI

12 Consumption and Savings in the United States and Canada

Overview

The global economic recovery is proceeding but is not yet self-sustaining. Greater emphasis on balance sheet repair by households, banks, and governments in a number of advanced economies is expected to temper the pace of global growth relative to the Bank's outlook in April. While the policy response to the European sovereign debt crisis has reduced the risk of an adverse outcome and increased the prospect of sustainable long-term growth, it is expected to slow the global recovery over the projection horizon. In the United States, private demand is picking up but remains uneven.

Economic activity in Canada is unfolding largely as expected, led by government and consumer spending. Housing activity is declining markedly from high levels, consistent with the Bank's view that policy stimulus resulted in household expenditures being brought forward into late 2009 and early 2010. While employment growth has resumed, business investment appears to be held back by global uncertainties and has yet to recover from its sharp contraction during the recession.

The Bank expects the economic recovery in Canada to be more gradual than it had projected in April, with growth of 3.5 per cent in 2010, 2.9 per cent in 2011, and 2.2 per cent in 2012. This revision reflects a slightly weaker profile for global economic growth and more modest consumption growth in Canada. The Bank anticipates that business investment and net exports will make a relatively larger contribution to growth.

Inflation in Canada has been broadly in line with the Bank's April projection. While the Bank now expects the economy to return to full capacity at the end of 2011, two quarters later than had been anticipated in April, the underlying dynamics for inflation are little changed. Both total CPI and core inflation are expected to remain near 2 per cent throughout the projection period. The Bank will look through the transitory effects on inflation of changes to provincial indirect taxes.

The risks around this projection remain elevated and are judged to be roughly balanced over the projection horizon. Globally, on the upside, the boost in confidence as advanced countries restore fiscal sustainability could generate greater-than-expected offsets to the fiscal consolidation. On the downside, global private demand around the world, including in the United States, may be insufficient to sustain the recovery.

In Canada, there are important two-sided risks to the outlook for private demand. On the upside, private demand might have greater momentum than expected, reflecting strong confidence and easy credit conditions. On the downside, it is possible that households reduce expenditures more than

This report includes information received up to the fixed announcement date on 20 July 2010.

currently anticipated or that the recovery in business investment is further delayed.

Since April 2010, with improvements in the economy, the Bank has ended its extraordinary conduct of monetary policy. On 20 April 2010, the Bank removed its conditional commitment, which had provided considerable additional stimulus during a period of very weak economic conditions and major downside risks to the global and Canadian economies.

On 1 June 2010, the Bank raised its target for the overnight rate by one-quarter of one percentage point to 1/2 per cent. As part of that interest rate decision, the Bank re-established its normal operating framework for the implementation of monetary policy, resetting the target for the overnight rate at the midpoint of the operating band and the width of the operating band to 50 basis points. On 20 July 2010, the Bank raised its target for the overnight rate by a further one-quarter of one percentage point to 3/4 per cent.

These decisions leave considerable monetary stimulus in place, consistent with achieving the 2 per cent inflation target in light of the significant excess supply in Canada, the strength of domestic spending, and the uneven global recovery. Given the considerable uncertainty surrounding the outlook, any further reduction of monetary stimulus would have to be weighed carefully against domestic and global economic developments.

The Global Economy

The global economic recovery is proceeding **(Chart 1)** but is not yet self-sustaining. Greater emphasis on balance sheet repair by households, banks, and governments in a number of advanced economies is expected to temper the pace of global growth relative to the Bank's outlook in April. The intensification of sovereign debt concerns in Europe has led to increased uncertainty, a tightening of global financial conditions, and a reduction in world commodity prices. The hand-off from public stimulus to private demand in advanced economies is proceeding but has yet to be accomplished.

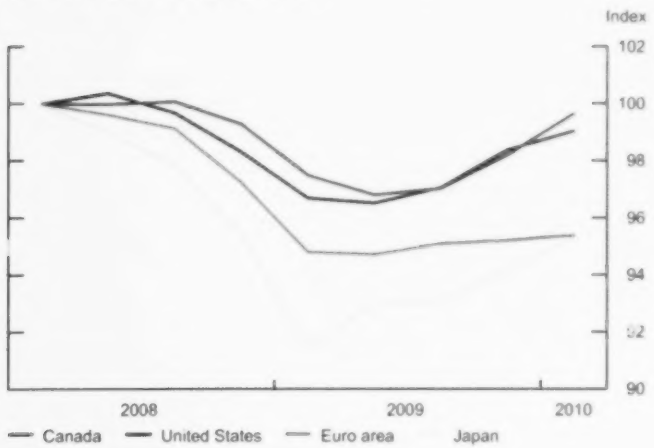
The global economic recovery is proceeding but is not yet self-sustaining. Greater emphasis on balance sheet repair is expected to temper the pace of global growth relative to the April outlook.

In most advanced economies, monetary policy is likely to remain stimulative for some time, but fiscal stimulus is expected to be neutral to negative over the coming year. While the policy response to the European sovereign debt crisis has reduced the risk of an adverse outcome and increased the prospect of sustainable long-term growth, it is expected to slow the global recovery over the projection horizon **(Technical Box 1)**.[1] Private demand is expected to become the main driver of global growth through 2011–12 as the recovery in employment and household income gradually builds.

The policy response to the European debt crisis has reduced the risk of an adverse outcome.

Chart 1: Major economies are recovering

Real GDP, 2008Q1 = 100, quarterly data



Sources: Statistics Canada, U.S. Bureau of Economic Analysis, Eurostat, and Japan Statistics Bureau

Last observation: 2010Q1

1 The measures include substantial fiscal consolidation in several countries, notably Greece, Germany, the United Kingdom, France, Italy, Spain, and Portugal; the creation by the European Union of the European Financial Stability Facility; the launch by the ECB of targeted purchases of sovereign bonds; and the performance by European authorities of stress tests on their banking systems.

Technical Box 1

The Sovereign Debt Crisis in Europe: Impact on the Global and Canadian Economies

Given that the euro area represents more than 20 per cent of the global economy (at current prices), the sovereign debt crisis in Europe has global implications. The debt crisis erupted at the beginning of May, amid heightened concerns in financial markets regarding the sustainability of fiscal positions in several vulnerable euro-area countries, most notably Greece. Since much of this debt was held by banks across the euro area, concerns were also expressed about the resilience of certain banks. These concerns and the resulting financial market tensions have increased uncertainty about the global economic recovery. Several measures have been taken by the European Union, the European Central Bank, and the International Monetary Fund to contain the crisis, and many European countries have accelerated their plans for fiscal consolidation.

The sovereign debt crisis in Europe is expected to affect the global and Canadian economies through both trade and financial channels. Accelerated fiscal consolidation and tighter credit conditions in the euro area will reduce domestic demand in that region, thus decreasing European demand for imported goods and services. The recent depreciation of the euro, if maintained, will further reduce European demand for imports. Since exports to the euro area account for only a small percentage of Canada's total exports, this effect is expected to be relatively modest. However, developments in Europe are also transmitted to Canada indirectly, through a softening of U.S. demand for Canadian exports and reduced demand for commodities, putting downward pressure on Canada's terms of trade and the Canadian dollar.

The debt crisis has also led to increased stress in the interbank market, higher risk spreads, and declines in asset prices. While the effect on financial markets has been relatively contained thus far, financial conditions could tighten significantly, particularly in Europe, if concerns about counterparty risk were to persist, or even escalate. As well, uncertainty about the outlook could erode business and consumer confidence and dampen spending. To date, these effects have been modest, but they could intensify. "Safe haven" portfolio shifts could increase the demand for U.S.-dollar assets, which would put downward pressure on the Canadian dollar. A lower value for the Canadian dollar would help to mitigate the adverse impact on aggregate demand in Canada from the European debt crisis.

Table 1-A provides an assessment of the impact of Europe's sovereign debt crisis on the base-case scenario for the *Monetary Policy Report*.

Table 1-A: Impact of the European sovereign debt crisis

Percentage change relative to the levels in the April *Report*

	Real GDP: Euro area	Real GDP: United States	Non-energy commodity prices/ oil prices	Real GDP: Canada
2010	-0.2	-0.1	-0.2/-0.6	-0.1
2011	-0.6	-0.4	-0.8/-2.4	-0.3
2012	-0.8	-0.3	-0.9/-2.8	-0.2

Source: Bank of Canada calculations

It should be noted that the downside risk of a more pervasive crisis persists; if realized, the impact could be sizable. First, a severe disruption to bank funding markets could increase borrowing costs for firms and households. Second, the negative effects on Canadian exports could be substantial.

Recent Developments

Growth in many regions of the world was stronger than expected in the first quarter of 2010, supported in particular by temporary government incentives that led households to pull their expenditures forward. As a result, second-quarter growth in many countries is projected to have slowed as these temporary effects dissipated. While there is strong momentum in many emerging-market economies and some consolidation of the recoveries in the United States, Japan, and other advanced economies, growth remains weak in Europe.

Growth in many regions of the world was stronger than expected in the first quarter of 2010, supported in particular by temporary government incentives.

U.S. real GDP grew at an annual rate of 2.7 per cent in the first quarter and is estimated to have grown by 2.4 per cent in the second quarter—in both instances slightly weaker than expected at the time of the April *Report*. Growth over this period has been supported by fiscal and monetary stimulus, as well as by the post-recession turn in the inventory cycle. Recent data on consumption and residential investment indicate, however, that growth will likely be more subdued than previously expected, consistent with weak growth in employment recorded in the second quarter (excluding the temporary jobs related to the census). Consequently, the recovery in U.S. private domestic demand is likely to be more gradual than previously expected.

Economic activity in the euro area recovered modestly in the first quarter, supported by sustained growth in government spending and exports, as well as by a sizable contribution from inventories. Private final domestic demand remains weak, however. More recently, incoming data related to industrial production have generally been stronger than projected, suggesting that growth in the second quarter has improved, reflecting in part the resumption of activity after weather-related disruptions in the first quarter and increased export sales. The recovery is strongest in the core European countries, especially in Germany, with little evidence to this point of spillover effects from weakness in vulnerable economies.

While there is strong momentum in many emerging-market economies and some consolidation of the recoveries in the United States, Japan, and other advanced economies, growth remains weak in Europe.

In Japan, real GDP growth in the first quarter, at 5.0 per cent, continued to rebound sharply, supported by substantial fiscal stimulus and a strong increase in exports. This momentum is expected to have slowed in the second quarter as government stimulus was scaled back. Although net exports continue to be an important contributor to growth, a number of indicators suggest that Japan's economic recovery is slowly broadening.

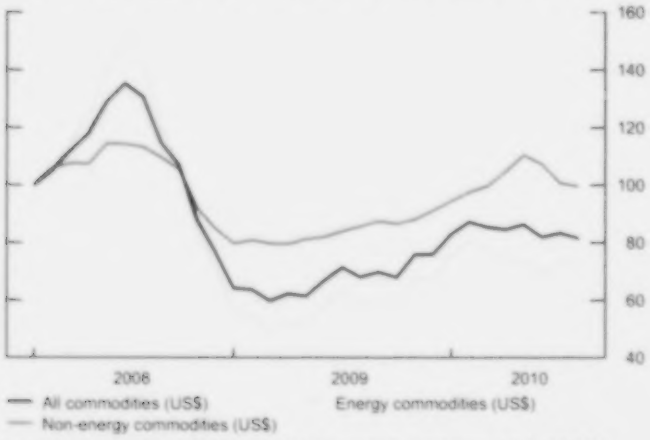
In the first quarter of 2010, China's economy grew at a stronger-than-expected rate of 11.9 per cent (on a year-over-year basis), driven by robust internal and external demand. Growth eased to 10.3 per cent in the second quarter, however, as the effects of fiscal stimulus began to fade and the measures introduced by Chinese authorities to cool activity in the property market started to take hold. There is evidence that the economy may be in a state of excess demand, with wages rising and price pressures in some sectors mounting. The authorities have responded by tightening credit conditions through a variety of measures, and growth in credit and asset prices has started to decelerate.

The Bank of Canada's index of global commodity prices has declined by about 4 per cent since the release of the April *Monetary Policy Report*, driven by decreases in the prices of oil and non-energy commodities, which were partially offset by an increase in natural gas prices **(Chart 2** and **Technical Box 2)**. Much of the decline in commodity prices can be attributed to a general shift away from riskier assets over this period and an expected slowing in the global economic recovery due to the sovereign debt crisis in Europe and the tightening of policy in China.

The Bank's commodity price index has declined by about 4 per cent since April.

Chart 2: Commodity prices have weakened recently

Bank of Canada commodity price index (rebased to January 2008 = 100), monthly data



Note: Values in July 2010 are estimates based on the average daily spot prices up to 16 July 2010.
Source: Bank of Canada
Last observation: July 2010

Developments in Global Financial Markets

There have been renewed strains in financial markets arising from growing concerns about sovereign risks in some European countries.

Despite evidence that the global economic recovery is progressing, there have been renewed strains in financial markets arising from growing concerns about sovereign risks in some European countries and related bank exposures. These financial tensions highlight the vulnerabilities that still exist in the global financial system.

At the time of the April *Report*, the impact of concerns about sovereign risk had been largely confined to an increase in government bond yields for some highly indebted European countries, especially Greece. At the end of April, one of the major risks identified in the last *Monetary Policy Report* was materializing. Concerns about contagion and spillover effects became more acute, leading to a broader deterioration in conditions across financial markets. The announcements of stabilization measures by European authorities and the International Monetary Fund have helped to improve market conditions since then, but spreads on sovereign debt for the most-affected countries in the euro area remain considerably wider than at the time of the April *Report*, and overall financial conditions are tighter and more volatile.

Elevated uncertainty has caused an increase in volatility, a decline in equity prices, and a widening of credit spreads.

The European debt crisis has increased uncertainty and led to concerns about possible spillover effects from the financial system to the real economy. Elevated uncertainty in global financial markets has caused an increase in volatility, a decline in equity prices, and a widening of credit spreads across a broad range of private sector assets, such as corporate bonds—albeit to levels well below those seen in the autumn of 2008 and the first half of 2009 **(Chart 3)**. The impact of the wider spreads on corporations' borrowing costs has thus far been largely offset by lower yields on government bonds in the major economies **(Chart 4)**, owing to a reassessment of growth prospects, expectations that policy rates are likely to remain extremely low **(Chart 5)**, and portfolio shifts towards more-liquid and less-risky assets. While access to capital markets has improved following the disruption in early May, when concerns about sovereign risks peaked, corporate issuance in Europe and the United States remains below levels seen earlier this year.

Technical Box 2

The Bank of Canada's New Commodity Price Index: The Fisher BCPI

Commodity prices have important implications for the performance of the Canadian economy and for the conduct of monetary policy. Accurately measuring price developments across a wide range of commodities is therefore important for the interpretation of the effects of price changes on the value of the Canadian dollar, the terms of trade, and the overall state of the Canadian economy. Since it was created in 1975, the Bank of Canada's commodity price index has been a fixed-weight index that was updated roughly every 10 years. There were updates in 1988, 1994, and 2003.

In order to produce a more accurate, representative, and flexible index, the Bank of Canada recently introduced the Fisher BCPI as its new commodity price index.[1] A key advantage of the new BCPI is the ability to update the weights on an annual basis, so that biases from changes in production values due to price movements are minimized **(Chart 2-A)**.[2]

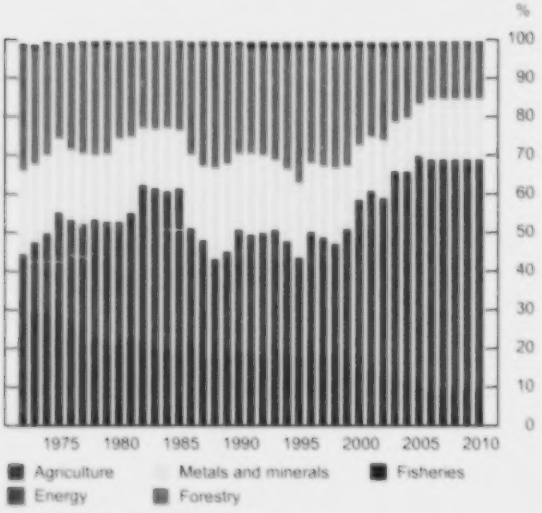
Another advantage of using the Fisher methodology is that commodities can be added and removed from the index over time.[3] In addition, the Fisher BCPI is consistent with the Canadian system of national accounts, which makes the construction of a volume measure for Canadian commodity production relatively straightforward.

The most important commodity group for Fisher BCPI movements over the 1973–2009 period is energy **(Chart 2-B)**. Energy prices are subject to significant price fluctuations that dominate the overall dynamics of the index. This is especially true in the years after 2000, when changes in energy prices accounted for much of the growth in the overall price index. For example, about 85 per cent of the increase in the Fisher BCPI in 2008 was driven by the 20.8 per cent increase in the energy component. The next most important contributors to the growth in the Fisher BCPI are metals and minerals, and forestry.

(continued on next page)

Chart 2-A: The Fisher BCPI weights are updated annually to reflect changes in Canadian commodity production

Nominal commodity shares by major group, annual data

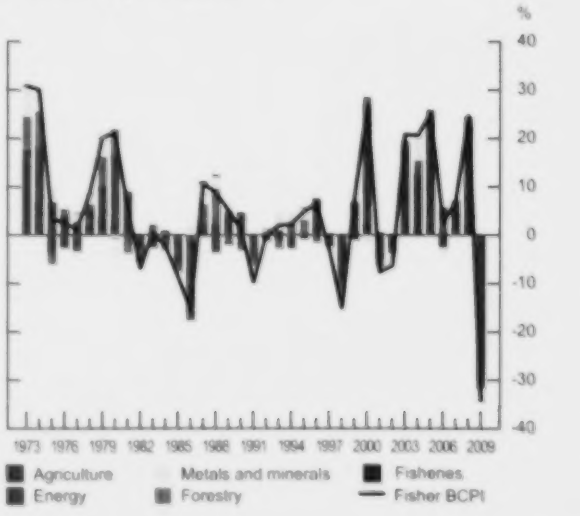


Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

Last observation: 2006

Chart 2-B: Since 2000, energy prices have been the main driver of the BCPI

Contribution to growth, annual data



Source: Bank of Canada

Last observation: 2009

1. I. Kolet and R. Macdonald, "The Fisher BCPI: The Bank of Canada's New Commodity Price Index," Bank of Canada Discussion Paper No. 2010–6.
2. The BCPI weights use input-output data, which are available only up to 2006. Therefore, the weights are kept constant from 2006 to 2010.
3. Lead, iron, potatoes, ocean fish, and shellfish have been added to the Fisher BCPI.

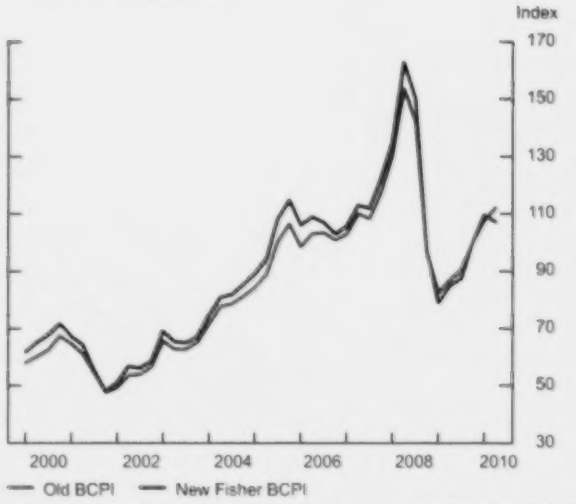
Technical Box 2 (*continued*)

The Bank of Canada's New Commodity Price Index: The Fisher BCPI

Although the composition of the index has changed over time, the new Fisher BCPI follows the old index relatively closely **(Chart 2-C)**. There are three principal reasons for this result. First, the effect of volatile commodity price movements on the index dominates that of compositional changes over history, since the latter tend to be very gradual. Second, price movements are highly correlated across commodities because demand cycles tend to be synchronized. Indeed, the higher the correlation between commodity prices, the more similar indexes with different weights will be. Finally, by coincidence, there are offsetting movements in commodity-production weights and energy prices over the sample such that the average of the Fisher weights is almost identical to the old fixed weights. Over time, the difference between the two indexes could increase. Also, it should be noted that, although the differences between the overall index levels are small, there are significant differences for most subindexes, such as energy and non-energy.

Chart 2-C: The two indexes are similar because the impact of changes to the weights is small in comparison to other factors, such as price volatility

2009Q4 = 100, monthly data

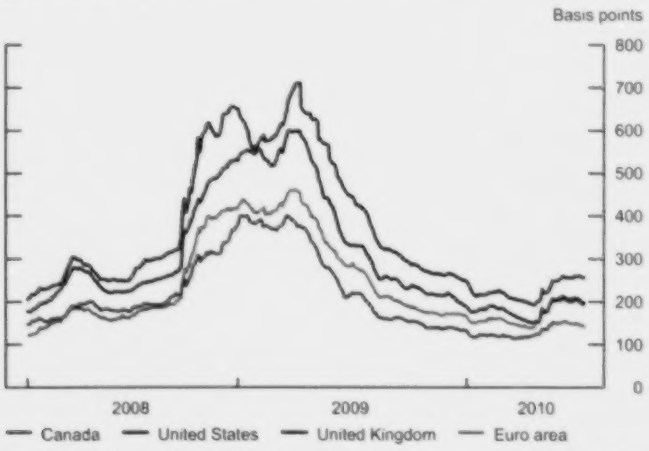


Source: Bank of Canada

Last observation: 2010Q2

Chart 3: Yield spreads for corporate issuers have increased modestly in recent weeks

Options-adjusted spreads between investment-grade corporate bonds and government bonds



Sources: Bank of America Merrill Lynch and Bloomberg

Last observation: 16 July 2010

Chart 4: Yields on government bonds in major economies have declined, owing to portfolio shifts and a reassessment of growth prospects

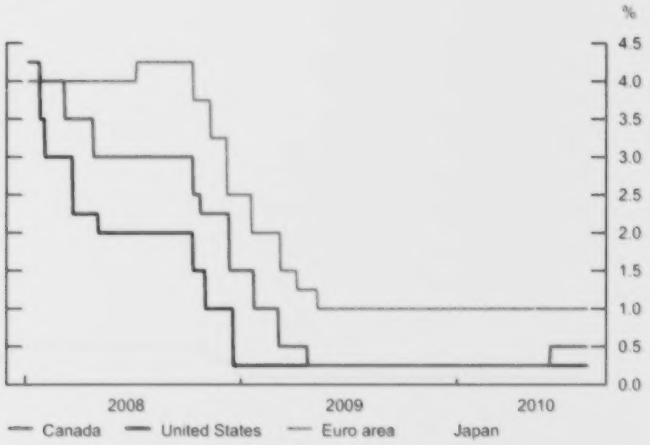
Yields on 10-year government bonds

Source: Bloomberg

Last observation: 16 July 2010

Chart 5: Policy rates have remained at historic lows in most countries

Daily data



Sources: Bank of Canada, U.S. Federal Reserve, European Central Bank, and Bank of Japan

Last observation: 16 July 2010

Bank lending conditions have remained roughly unchanged in most advanced economies. The latest senior loan officer surveys for the United States and Europe indicate that, for the most part, commercial banks have not tightened their lending standards further. U.S. regional banks are not as strong financially as the large money-centre banks, and are therefore more constrained in supplying credit to businesses and households.[2] In Europe, planned fiscal consolidation may result in slower short-term growth, which could make debt servicing more difficult for households and firms, and result in further losses and a weakening of bank balance sheets. In addition, many European banks

Bank lending conditions have remained roughly unchanged in most advanced economies.

2 The latest survey by the National Federation of Independent Business showed that small businesses continue to report difficulties in obtaining loans.

hold large amounts of sovereign debt from vulnerable euro-area countries on their balance sheets. European authorities recently announced that they are performing stress tests to assess the vulnerability of their banks and will publish the results on 23 July 2010.

Outlook for the Global Economy

The global economic recovery is expected to remain on track, but is likely to be more gradual.

The Bank's base-case projection assumes that the policy actions taken to date in Europe will be effective in preventing further deterioration in financial conditions and the spread of contagion to other euro-area countries and beyond. Overall, the global economic recovery is expected to remain on track, but is likely to be more gradual than had been expected in the April *Report*, with growth projected to average slightly less than 4 per cent through 2012 **(Table 1)**. Downward revisions to the outlook through 2011–12 reflect a more gradual recovery in private domestic demand, as well as the adverse effects of the sovereign debt crisis, including accelerated fiscal consolidation **(Technical Box 1)**.

Table 1: Projection for global economic growth

	Share of real global GDP[a] (per cent)	Projected growth (per cent)[b]		
		2010	2011	2012
United States	21	2.9 *(3.1)*	3.0 *(3.5)*	3.5 *(3.5)*
Euro area	15	1.0 *(1.2)*	1.2 *(1.6)*	2.3 *(2.5)*
Japan	6	3.3 *(2.1)*	1.5 *(1.7)*	2.5 *(2.6)*
China	13	10.3 *(10.2)*	9.2 *(9.3)*	8.7 *(8.7)*
Rest of the world	45	5.1 *(4.5)*	3.8 *(4.1)*	3.6 *(3.9)*
World	100	**4.6** ***(4.2)***	**3.8** ***(4.0)***	**4.0** ***(4.1)***

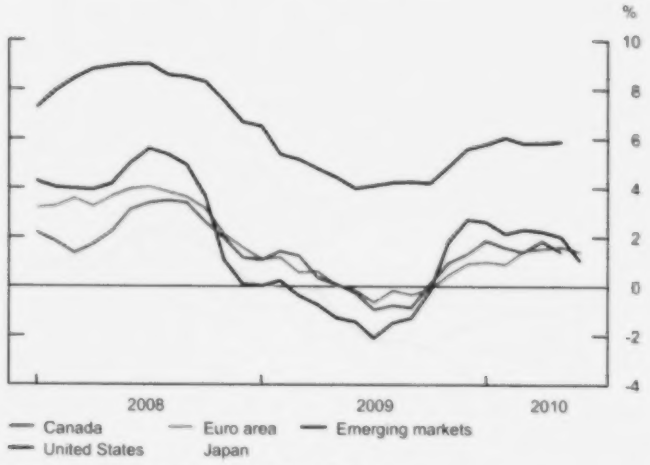
a. GDP shares are based on IMF estimates of the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2009.
Source: IMF, *WEO*, April 2010
b. Numbers in parentheses are projections used for the April 2010 *Monetary Policy Report*.
Source: Bank of Canada

Owing to the slow pace of the recovery and the existence of sizable output gaps, underlying inflation pressures in the major advanced economies continue to be limited **(Chart 6)**. However, inflation pressures are rising in many emerging-market countries and are expected to pick up further over the projection horizon, in response to their strong economic performance and, in some cases, easy monetary conditions.

U.S. GDP growth is projected to be slightly weaker than in April, averaging 3 1/4 per cent through 2011–12.

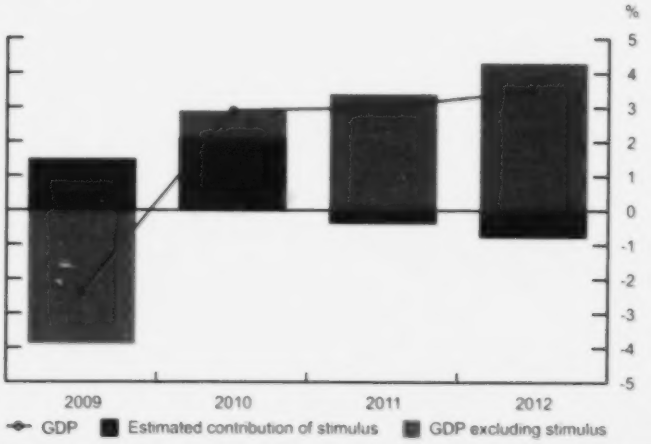
The U.S. economic recovery is projected to proceed more slowly than in previous cycles, reflecting somewhat weaker growth in the rest of the world, the unwinding of fiscal stimulus measures, and ongoing deleveraging by households and financial institutions. With growth averaging 3 1/4 per cent through 2011–12, some excess capacity is expected to persist at the end of the projection horizon, given the depth of the recession and the pace of potential growth. U.S. GDP growth is projected to be slightly weaker than anticipated in the April *Report*, owing to the fallout from the sovereign debt crisis in Europe and a more protracted recovery in private domestic demand. Although fiscal stimulus remains an important driver of growth in 2010, its withdrawal will have a dampening effect on U.S. economic growth over the rest of the projection period **(Chart 7)**. The growth of consumption is projected to be modest as households strive to rebuild their savings

Chart 6: Inflation pressures remain subdued in the major advanced economies, but are increasing in emerging-market countries
Year-over-year percentage change in total CPI, monthly data



Sources: Statistics Canada, U.S. Bureau of Labor Statistics, Eurostat, Japan Statistics Bureau, and IMF
Last observations: May and June 2010

Chart 7: Fiscal stimulus is currently supporting U.S. growth, but private demand is expected to become more durable in later years
Annual data



Note: The contribution of the stimulus to growth reflects the effects on GDP of stimulus enacted in response to the crisis and includes both direct government expenditures and indirect effects of the stimulus on other components of aggregate demand.
Sources: Bank of Canada and U.S. Bureau of Economic Analysis

(Technical Box 3),[3] while the recovery in residential investment is expected to be restrained by foreclosure sales, limited access to credit for builders, and the payback from temporary tax incentives for homebuyers (which pulled housing demand forward). Growth in business investment is anticipated to pick up gradually, but is likely to remain sluggish relative to previous recoveries (particularly investment in structures), owing to high levels of unused industrial capacity and tight credit conditions (especially for small businesses)

3 U.S. household wealth is still well below its level prior to the recession and has likely fallen further since the April *Report*, reflecting recent financial shocks and the effects of lower equity prices.

Technical Box 3

Consumption and Savings in the United States and Canada

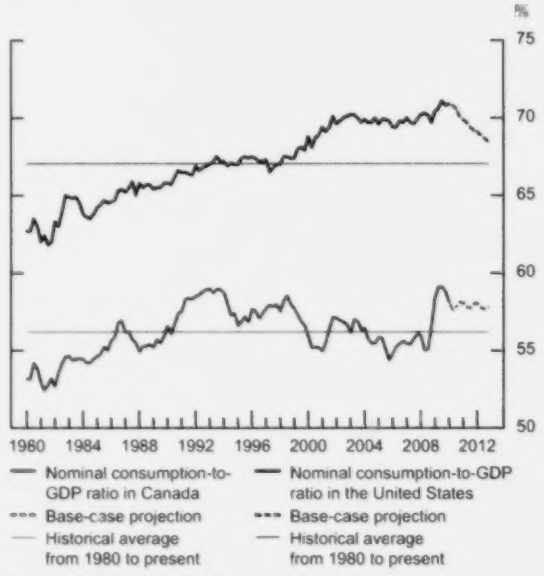
The Bank expects the recovery in U.S. consumer demand to be protracted compared with past cycles, largely reflecting the need for households to repair their balance sheets. The U.S. personal savings rate has recently increased from an average of 1.8 per cent over the 2005–07 period to about 3.5 per cent. It is expected to reach about 5 per cent in 2011 as labour income increases, outpacing the projected rise in consumer spending **(Chart 3-A)**. This deleveraging process should gradually bring the share of consumer spending in GDP closer to its long-run average over the projection horizon **(Chart 3-B)**.

The share of consumer spending in Canada's GDP has recently risen above its long-term average, supported by a sharp improvement in the terms of trade and stimulative monetary and fiscal policies. However, the deviation from the long-run average is less pronounced and is expected to last longer in Canada, reflecting a more favourable situation for Canadian households **(Chart 3-C)**. The net worth of Canadians in 2009 remained about 6 times their average disposable income, while in the United States, it has fallen to slightly below 5.

There is a downside risk to the projection that households will reduce their consumption relative to income faster than expected (see Risks to the Outlook, p. 27).

Chart 3-B: The ratio of consumer spending to GDP is required to adjust more sharply in the United States than in Canada

Quarterly data

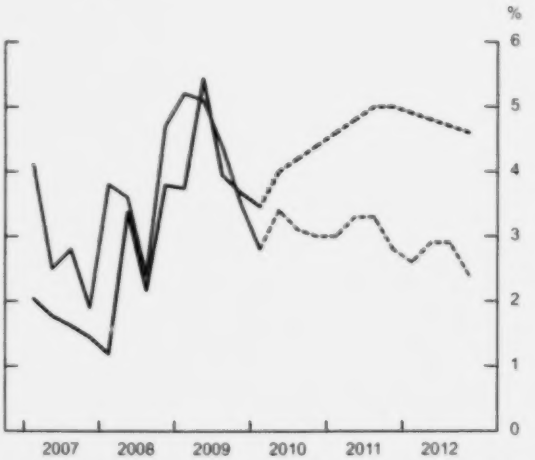


Sources: U.S. Bureau of Economic Analysis, Statistics Canada, and Bank of Canada calculations and projections

Last observation: 2010Q1

Chart 3-A: Reflecting greater deleveraging needs, the U.S. personal savings rate is expected to remain higher than in Canada

Quarterly data

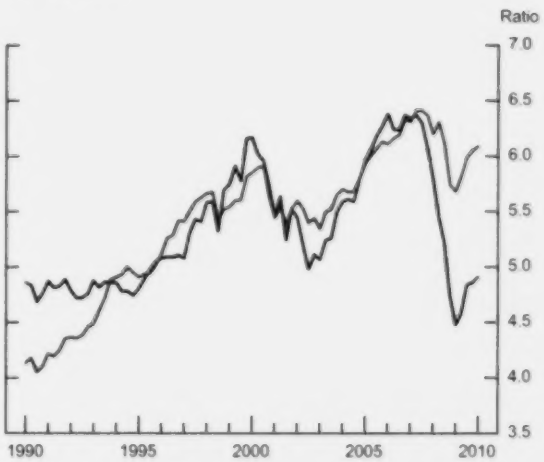


Sources: U.S. Bureau of Economic Analysis, Statistics Canada, and Bank of Canada projections

Last observation: 2010Q1

Chart 3-C: Ratios of household net worth to disposable income suggest a more favourable situation for Canadian households

Quarterly data

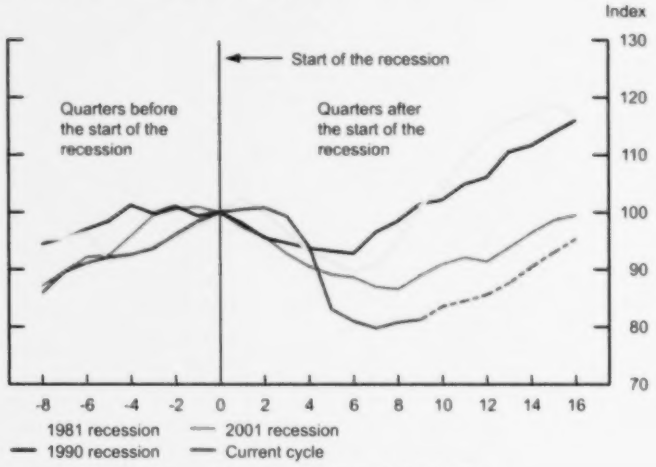


Sources: U.S. Federal Reserve, Statistics Canada, and Bank of Canada calculations

Last observation: 2010Q1

Chart 8: U.S. business investment is expected to remain sluggish relative to previous recoveries

Comparison of U.S. real business investment across economic cycles; start of the recession = 100, quarterly data



Sources: U.S. Bureau of Economic Analysis and Bank of Canada projections

(Chart 8). Although exports are projected to grow strongly over the projection horizon, their profile is lower than in the April *Report* because of weaker foreign demand and a stronger U.S. dollar.

The outlook for the euro area is clouded by recent developments in vulnerable European economies. Economic growth is expected to be more subdued than projected in the April *Report*, owing to increased uncertainty, more aggressive fiscal consolidation, a deterioration in credit conditions reflecting stress in bank funding markets, and reduced confidence. A sluggish recovery is projected over 2010–12, supported by exports, which should benefit from a weaker euro. Domestic demand is expected to remain muted, owing to modest growth in employment and wages, and higher taxes.

In Japan, the recovery is projected to proceed largely as expected in the April *Report*, with net exports remaining the main driver of growth. The withdrawal of government subsidies should slow the growth of consumption, while the appreciation of the yen since the outbreak of the sovereign debt crisis will dampen export growth. Japanese monetary and financial conditions are expected to remain very supportive.

Rapid growth in China is projected to converge gradually towards trend growth of approximately 8 to 9 per cent through 2011–12, in line with the gradual removal of fiscal stimulus, the implementation of credit-tightening measures (targeted at the property market and local government borrowing), and an assumed appreciation of the Chinese currency. Domestic demand is expected to remain the primary source of growth, since exports are likely to be adversely affected by the sovereign debt crisis in Europe, which is China's largest export market.[4] Other emerging-market economies are projected to experience robust growth over the next three years, supported in many cases by both strong domestic demand and technology-related exports.

Rapid growth in China is projected to converge gradually towards trend growth of about 8 to 9 per cent through 2011–12.

The expected path for commodity prices over the projection horizon has been revised downwards since the April *Report*, reflecting the softer outlook for global economic growth. This is evidenced by a lower but rising track for

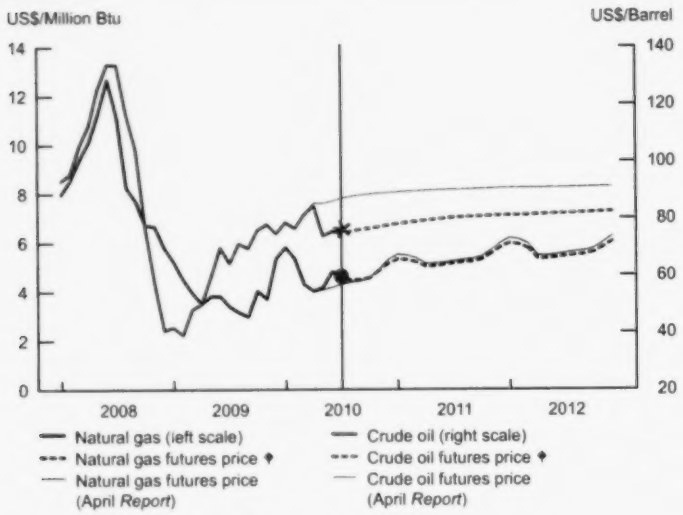
The expected path for commodity prices has been revised downwards.

4 The European market accounts for about 20 per cent of China's exports.

oil futures prices, which increase from about US$75 per barrel to around US$82 by the end of 2012 **(Chart 9)**. As the global economy recovers, the Bank's non-energy commodity price index is also projected to rise steadily to a level slightly below that expected in the April *Report*.

Chart 9: Futures curves for oil prices are weaker than in April, while natural gas prices are broadly unchanged

Monthly data



· Spot price for crude oil (16 July 2010)

• Spot price for natural gas (16 July 2010)

♦ Based on an average of futures contracts over the two weeks ending 16 July 2010

Note: Values for crude oil and natural gas prices in July 2010 are estimates based on the average daily spot prices up to 16 July 2010.

Source: NYMEX

The Canadian Economy

The economic recovery in Canada is proceeding largely as expected, supported by fiscal and monetary stimulus, higher terms of trade, improved labour markets and household confidence, and the recovery in the global economy. As in the April *Report*, the Bank expects the pace of growth in economic activity to slow, owing to the pulling forward of consumer expenditures and residential investment induced by the policy stimulus, and the gradual removal of the fiscal stimulus.

The economic recovery in Canada is proceeding largely as anticipated.

This deceleration is now expected to be slightly more pronounced in 2010 and 2011, largely reflecting the weaker and more uncertain outlook for the global economy relative to the April *Report*. Consumption growth is projected to be more modest, in line with lower income growth. Uncertainty is also expected to dampen the rebound in business investment over the short term. However, the lower assumed value for the Canadian dollar should help to boost net exports. Overall, the level of economic activity in Canada is projected to return to full capacity slightly later than previously expected.

The Bank expects the pace of growth to moderate to a slightly greater degree in 2010 and 2011 than projected in April.

The projection for Canadian inflation is largely unchanged relative to the April *Report*, reflecting small and offsetting revisions to the outlook. Both total CPI and core inflation are projected to remain near 2 per cent throughout the projection period. The Bank will look through the transitory effects on inflation of changes to provincial indirect taxes.

The projection for Canadian inflation is largely unchanged from April.

Recent Developments

Economic Activity

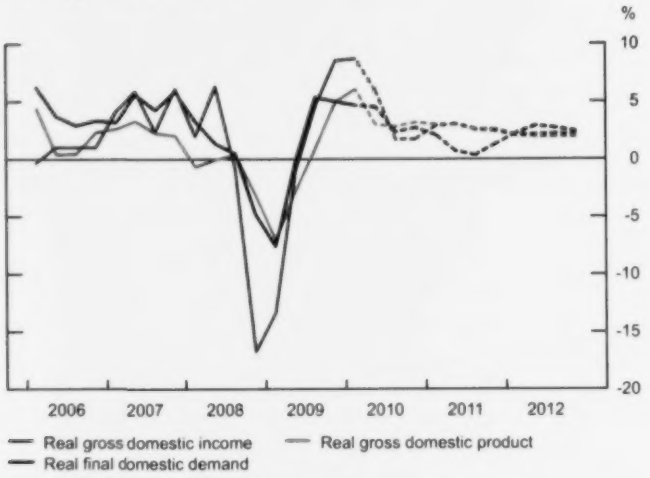
As expected in the April *Report*, Canadian real GDP rose sharply in the first quarter, by 6.1 per cent (at annual rates), reflecting further solid growth in domestic demand, along with a continued recovery in exports. Further improvement in Canada's terms of trade led to an even sharper rise in real gross domestic income **(Chart 10)**.

In the first quarter of 2010, the level of real GDP moved back up, close to its pre-recession peak, owing to ongoing fiscal stimulus, the strength in consumer spending, and robust residential investment **(Chart 11)**. Household spending was somewhat stronger than anticipated in the quarter, supported by solid gains in labour income, improved confidence, and favourable credit conditions. Growth in residential investment also exceeded expectations, as households rushed to take advantage of the home renovation tax credit before it expired at the end of January. A faster-than-expected turnaround in the inventory cycle also provided a considerable boost to overall GDP growth. However, with firms remaining uncertain about the sustainability of

In the first quarter of 2010, the level of real GDP moved back up, close to its pre-recession peak, owing to ongoing fiscal stimulus, the strength in consumer spending, and robust residential investment.

Chart 10: Following a sharp acceleration in 2009, growth in real gross domestic income is expected to slow

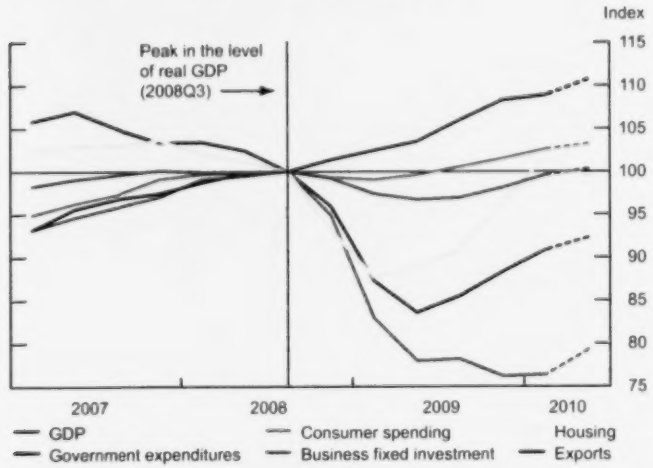
Quarterly growth at annual rates



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada projections

Chart 11: Real GDP is close to its pre-recession level, supported by household and government expenditures

Index: 2008Q3 = 100, chained 2002 dollars, quarterly data



Note: Numbers for 2010Q2 are Bank of Canada estimates.

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

the recovery in global demand, the rebound in business fixed investment was more subdued than expected. Indeed, the level of business fixed investment is still depressed, following a faster and deeper decline than experienced in previous recessions.

Recent indicators point to a slowing in real GDP growth to about 3.0 per cent in the second quarter.

Recent indicators point to a slowing in real GDP growth to about 3.0 per cent in the second quarter. Consumer spending has moderated, while residential investment has contracted markedly, as expected, following the expiry of the renovation tax credit, the tightening of mortgage criteria, and the rise in mortgage rates. In contrast, the recovery in business investment is expected to have started, aided by increased purchases of machinery and equipment associated in part with a rebound in the oil sector. As well, government

expenditures have been boosted temporarily by spending associated with the G-8 and G-20 summits hosted by Canada in June.

Estimated Pressures on Capacity

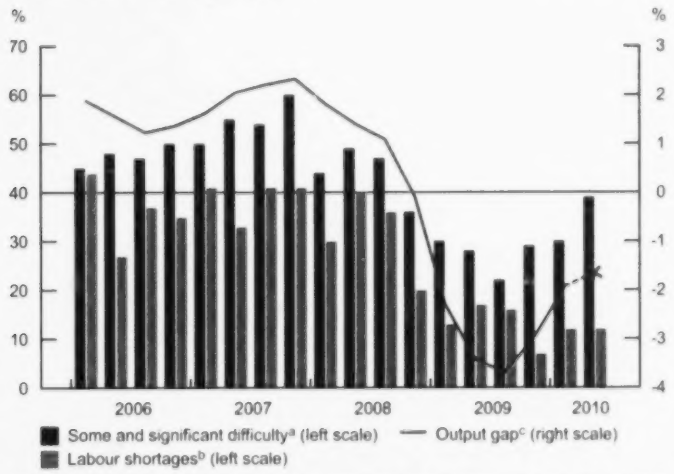
Excess capacity in the Canadian economy continued to diminish in the second quarter. The various indicators that the Bank considers provide somewhat diverging results with regard to the magnitude of the decrease. The Bank's summer *Business Outlook Survey* (http://www.bankofcanada.ca/en/bos/2010/summer/bos0710e.pdf) suggests that the amount of excess capacity has diminished noticeably since its peak in the third quarter of 2009, with the percentage of firms reporting that they would have difficulty meeting an unexpected increase in demand rising to its highest level since the third quarter of 2008 **(Chart 12)**. In contrast, the Bank's conventional measure indicates that the output gap was still significant.

Labour market conditions have continued to improve. In particular, employment has increased very rapidly in recent months and is now essentially back to its pre-recession level **(Chart 13)**. Nevertheless, the unemployment rate is still relatively high, and average weekly hours worked remain lower than they were before the recession. In addition, results from the summer *Business Outlook Survey* indicate that the percentage of firms facing labour shortages has risen only modestly from the trough reached in the fourth quarter of 2009.

On balance, the various indicators of capacity pressures are consistent with the Bank's view that potential output grew at about 1.2 per cent in 2009 and 1.5 per cent more recently.[5] In this regard, the Bank judges that the economy was operating at about 1 1/2 per cent below its production capacity in the second quarter of 2010.

The Bank judges that the economy was operating at about 1 1/2 per cent below its production capacity in the second quarter of 2010.

Chart 12: Excess supply in the Canadian economy has narrowed significantly since 2009Q3

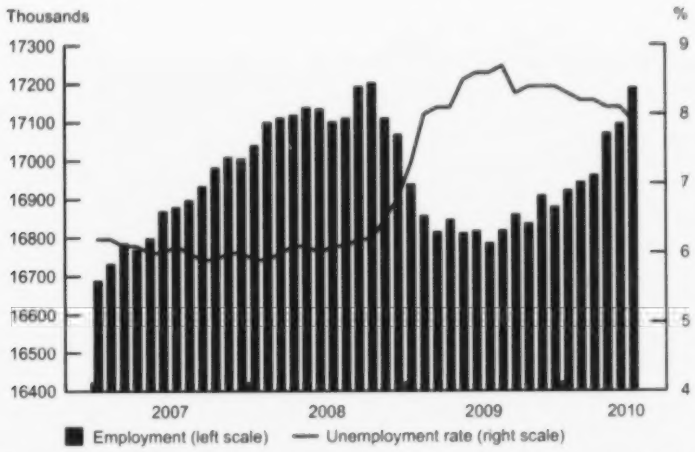


a. Response to *Business Outlook Survey* question on capacity pressures. Percentage of firms indicating that they would have either some or significant difficulty meeting an unanticipated increase in demand/sales.
b. Response to *Business Outlook Survey* question on labour shortages. Percentage of firms reporting labour shortages that restrict their ability to meet demand.
c. Difference between actual output and estimated potential output. The estimate for the second quarter of 2010 (indicated by *) is based on a projected increase in output of 3.0 per cent (at annual rates) for the quarter.

Source: Bank of Canada — Last observation: 2010Q2

5 As in previous years, the Bank's annual comprehensive reassessment of potential output will be published in the October *Report*.

Chart 13: The labour market is gradually improving
Monthly data



Source: Statistics Canada
Last observation: June 2010

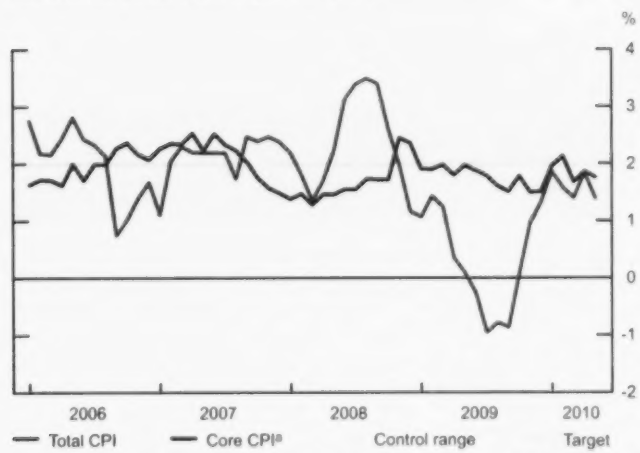
Inflation and the 2 Per Cent Target

Core inflation has evolved as expected, while total CPI inflation has been somewhat lower than projected, owing to lower prices for gasoline.

Core inflation has evolved as expected in the April *Report*, while total CPI inflation has been somewhat lower than projected, owing mainly to lower-than-anticipated prices for gasoline.

Core inflation has edged down to slightly below 2 per cent in recent months, with the partial unwinding of transitory factors that boosted inflation early in the year (particularly the surge in the price of travel accommodations associated with the 2010 Winter Olympics in Vancouver) **(Chart 14)**. More fundamentally, the easing of downward pressure on inflation stemming from the reduction of excess supply in the economy has been largely offset by the easing of upward pressure coming from the growth in labour compensation **(Chart 15)**, which has helped to keep core inflation close to 2 per cent.

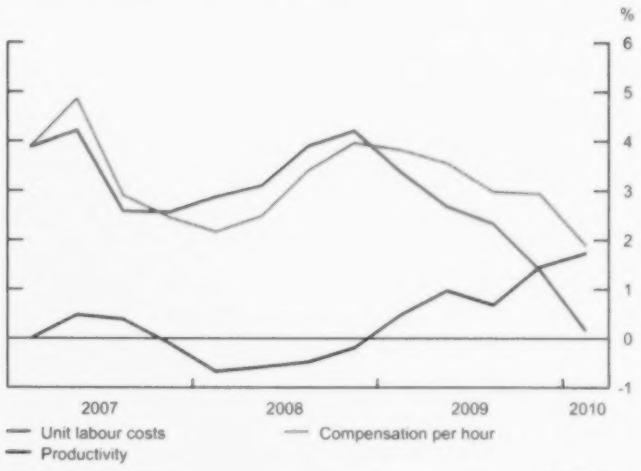
Chart 14: Canadian inflation has evolved broadly as expected
Year-over-year percentage change, monthly data



a. CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components
Source: Statistics Canada
Last observation: May 2010

Chart 15: The growth of unit labour costs has slowed sharply since the end of 2008

Year-over-year percentage change, quarterly data



Source: Statistics Canada

Last observation: 2010Q1

Recent survey measures indicate that inflation expectations remain well anchored at the 2 per cent target. The July Consensus Economics forecast for total CPI inflation in 2010 was 1.9 per cent. The Bank's summer *Business Outlook Survey* reports that 95 per cent of firms are expecting average inflation over the next two years to be within the Bank's 1 to 3 per cent control range. The survey also shows that expectations are evenly spread between firms expecting inflation to be in the bottom half of the range and those expecting inflation to be in the upper half. Market-based measures of longer-term inflation expectations continue to lie within their historical range.

Inflation expectations remain well anchored at the 2 per cent target.

Canadian Financial Conditions

Canadian financial markets have been relatively resilient in the face of stressful conditions in international markets. In particular, bank funding markets in Canada have been largely unaffected by pressures in global short-term funding markets. However, global stresses have led to a decrease in the prices of risky assets and some widening of risk premiums. Overall, financial conditions in Canada have remained favourable, providing ongoing support to the economic recovery.

Overall, financial conditions in Canada have remained favourable, providing ongoing support to the economic recovery.

Funding costs for Canadian banks have risen slightly since the April *Report*, owing to expectations of rising policy rates and somewhat larger risk premiums. Effective borrowing costs for Canadian households have also edged up, but are still at exceptionally low levels **(Chart 16)**. In that context, the expansion of total household credit has remained robust **(Chart 17)**.

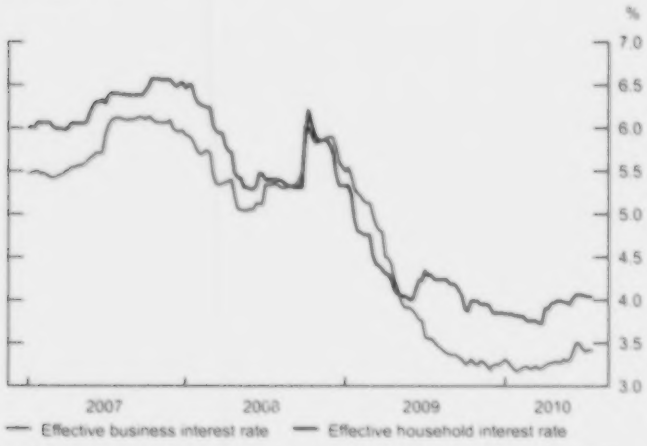
Effective borrowing costs for Canadian businesses have also risen slightly since April, although they too remain exceptionally low. At the same time, the Bank's latest surveys, the *Senior Loan Officer Survey* (http://www.bankofcanada.ca/en/slos/pdf/slos2010Q2.pdf) and the *Business Outlook Survey*, indicate that credit conditions for firms have eased in recent months **(Chart 18)**. In particular, the *Senior Loan Officer Survey* reported a modest net easing for small business and commercial borrowers for the first time since the onset of credit tightening in the third quarter of 2007. Despite favourable borrowing costs, growth in total business credit continues to be sluggish, partly reflecting the relatively high level of liquidity held by the non-financial corporate sector and weak investment.

The Bank's latest surveys indicate that credit conditions for firms have eased in recent months.

Growth in the narrow monetary aggregates remains well above historical experience, reflecting both the desire of households and firms to maintain liquid assets in a period of heightened uncertainty, and the limited incentive that low interest rates provide for investment in longer-term deposits. Growth in the broader aggregate M2++, in contrast, has slowed markedly since the end of 2009 and is now somewhat below its previous trend, consistent with subdued inflation pressures ahead.

Chart 16: Borrowing costs for households and businesses remain at exceptionally low levels

Weekly data



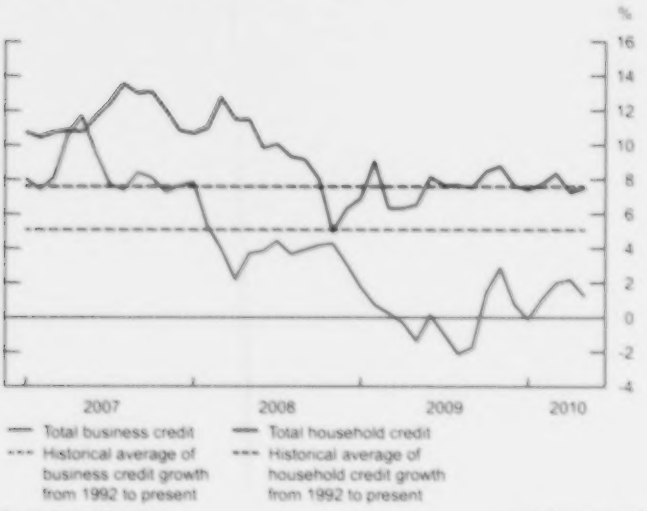
Note: For more information on these series, see <http://credit.bankofcanada.ca/financialconditions>.

Source: Bank of Canada calculations

Last observation: 16 July 2010

Chart 17: The growth of business credit remains sluggish, while household credit continues to grow rapidly

3-month percentage change (at annual rates)

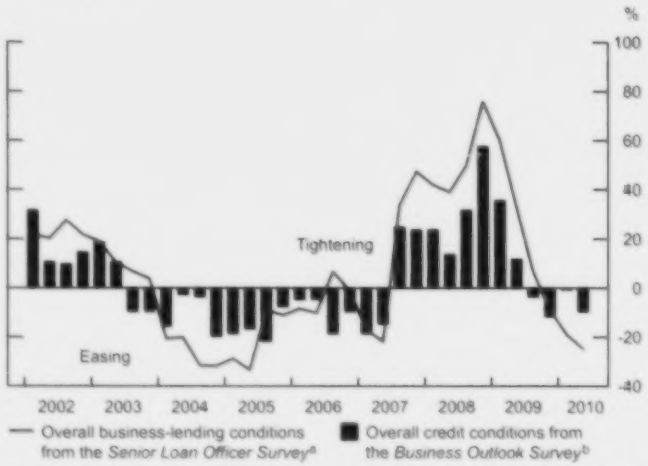


Source: Bank of Canada

Last observation: May 2010

Chart 18: Survey results suggest that credit conditions for Canadian non-financial firms eased in 2010Q2

Balance of opinion



a. Weighted percentage of surveyed financial institutions reporting tightened credit conditions minus the weighted percentage reporting eased credit conditions.

b. Percentage of firms reporting tightened credit conditions minus percentage reporting eased credit conditions.

Source: Bank of Canada

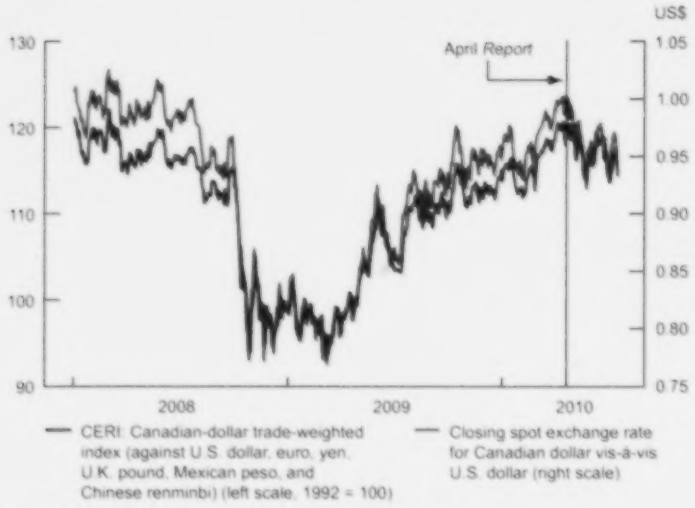
Last observation: 2010Q2

Exchange Rate

The Canadian dollar has depreciated since the April *Report*, averaging 96.4 cents U.S. over the period, compared with the 99 cents U.S. value assumed in the April *Report* **(Chart 19)**. The lower value for the Canadian dollar reflects in part the general appreciation of the U.S. currency in response to the European sovereign debt crisis and the recent declines in commodity prices.

Chart 19: The Canadian dollar has depreciated since the April *Report*

Daily data



Note: A rise in the index indicates an appreciation of the Canadian dollar.

Source: Bank of Canada

Last observation: 16 July 2010

Outlook for the Canadian Economy

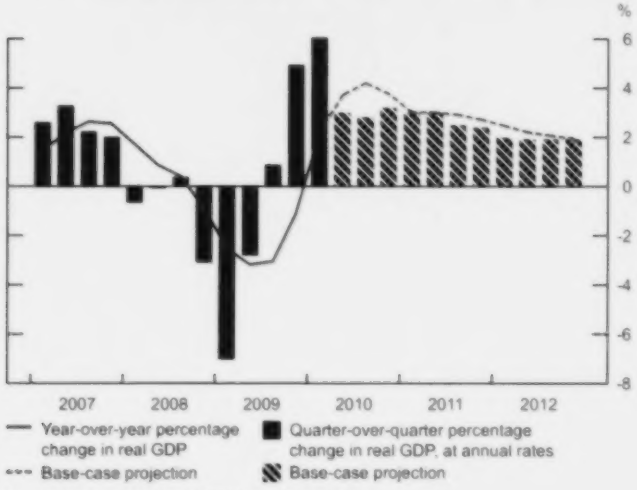
The Bank's base-case projection incorporates the following key assumptions: a Canada/U.S. exchange rate averaging 96 cents U.S.; energy prices in line with recent futures prices; and prices for non-energy commodities increasing progressively as the global economy recovers. Global credit conditions are expected to gradually improve over the projection horizon, although from a somewhat less favourable position than was expected in the April *Report*, reflecting the heightened concerns about sovereign debt in some European countries.

Aggregate Demand and Supply

The economy is projected to grow by 3.5 per cent in 2010, 2.9 per cent in 2011, and 2.2 per cent in 2012.

The pace of real GDP growth is expected to moderate through the remainder of this year and into 2011 **(Chart 20)**. As in the April *Report*, this moderation mainly reflects the pulling forward of consumer spending and residential investment in response to accommodative monetary policy and temporary fiscal measures, and the gradual removal of the fiscal stimulus. However, the accelerated global fiscal consolidation and the weaker and more uncertain global outlook imply a slightly more pronounced deceleration in economic growth in Canada than previously expected. There is also a slight shift in the composition of demand, away from domestic demand and towards net exports, reflecting mainly weaker consumption and import growth **(Table 2)**. On an average annual basis, real GDP is projected to grow by 3.5 per cent in 2010, before slowing to 2.9 per cent in 2011 and 2.2 per cent in 2012. The economy is now expected to return to full capacity at the end of 2011.

Chart 20: Real GDP growth is expected to moderate to the rate of potential output growth



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada projections

Consumption growth is expected to be more modest than in April, reflecting slower growth in income.

The Bank continues to expect consumer spending to slow to a pace more consistent with income growth. With the growth of income now expected to be slightly softer than was expected at the time of the April *Report*, primarily because of the weaker global outlook and a lower assumed profile for commodity prices, consumption is correspondingly expected to be lower. Over the projection horizon, household spending should continue to be supported by a strengthening labour market.

Table 2: Contributions to average annual real GDP growth

Percentage points[a]

	2009	2010	2011	2012
Consumption	0.2 *(0.1)*	1.9 *(1.9)*	1.4 *(1.7)*	1.4 *(1.5)*
Housing	-0.6 *(-0.5)*	0.6 *(0.6)*	-0.1 *(-0.1)*	0.1 *(0.1)*
Government	1.2 *(1.1)*	1.4 *(1.3)*	-0.2 *(-0.2)*	-0.5 *(-0.5)*
Business fixed investment	-2.6 *(-2.2)*	0.1 *(0.2)*	0.7 *(0.8)*	0.9 *(0.8)*
Subtotal: Final domestic demand	-1.8 *(-1.5)*	4.0 *(4.0)*	1.8 *(2.2)*	1.9 *(1.9)*
Exports	-4.7 *(-4.5)*	2.5 *(2.1)*	1.9 *(1.8)*	1.4 *(1.4)*
Imports	4.9 *(4.3)*	-4.1 *(-2.9)*	-1.1 *(-1.6)*	-1.2 *(-1.5)*
Subtotal: Net exports	0.2 *(-0.2)*	-1.6 *(-0.8)*	0.8 *(0.2)*	0.2 *(-0.1)*
Inventories	-0.9 *(-0.9)*	1.1 *(0.5)*	0.3 *(0.7)*	0.1 *(0.1)*
GDP	**-2.5** *(-2.6)*	**3.5** *(3.7)*	**2.9** *(3.1)*	**2.2** *(1.9)*
Memo items:				
Potential output	1.2 *(1.2)*	1.5 *(1.5)*	1.9 *(1.9)*	1.9 *(1.9)*
Real gross domestic income (GDI)	-5.8 *(-5.8)*	5.7 *(5.6)*	2.7 *(3.7)*	2.4 *(2.4)*

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the April *Monetary Policy Report*. Those for potential output are from Technical Box 3 in the October 2009 *Monetary Policy Report*.

As in the April *Report*, investment in housing is projected to weaken further through the remainder of 2010 and well into 2011. This reflects the significant amount of activity that was moved forward in late 2009 and early 2010 by exceptionally low mortgage rates and the recently expired home renovation tax credit, together with tighter mortgage affordability and higher house prices.

As in April, investment in housing is projected to weaken further through the remainder of 2010 and well into 2011.

The heightened level of uncertainty over the pace and composition of the global recovery is expected to continue to hamper business investment. This is consistent with the easing in the balance of opinion reported in the latest *Business Outlook Survey* with respect to intentions regarding investment in machinery and equipment over the next 12 months. Nevertheless, business investment is expected to increase to levels consistent with previous recoveries **(Chart 21)**, driven by the need to expand capacity and to increase productivity in a more competitive international environment. The strong financial position of the Canadian non-financial corporate sector and easy credit conditions are expected to underpin these investments.

Business investment is expected to increase to levels consistent with previous recoveries.

At the same time, with the adjustment in the stock-to-sales ratio largely completed, business inventories are expected to provide only modest support to overall real GDP growth over the projection horizon.

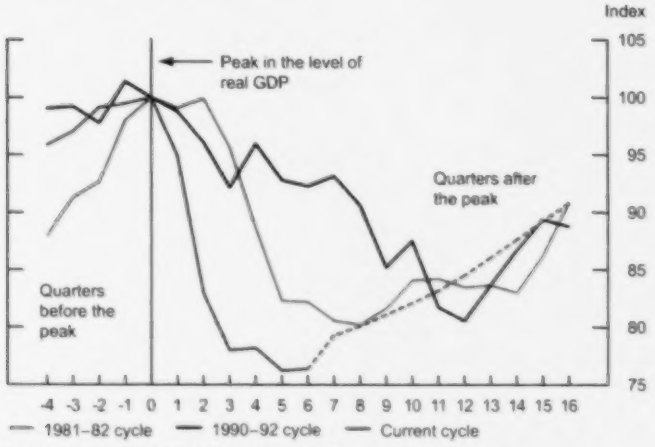
As in the April *Report*, the Bank estimates that the contribution of government spending to real GDP growth will gradually decline and turn negative in 2011.

Aided by the lower value assumed for the Canadian dollar, exports are projected to increase slightly more over the 2010–11 period than projected in the April *Report*, despite somewhat weaker growth in external demand. Imports are expected to increase less rapidly than in the April scenario, owing to softer final domestic demand, reduced inventory accumulation, and the lower exchange rate.

Imports are expected to increase less rapidly than projected in April, owing to softer final domestic demand, reduced inventory accumulation, and the lower exchange rate.

Chart 21: Canadian business fixed investment is expected to increase to levels consistent with previous recoveries

Comparison of Canadian real business investment across economic cycles; peak of cycle = 100, quarterly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

The Projection for Inflation

The projection for Canadian inflation is largely unchanged relative to the April *Report*, reflecting small and offsetting revisions to the outlook **(Table 3** and **Chart 22)**. Although excess supply was somewhat smaller in early 2010 than previously assumed, slower growth in subsequent quarters results in a modestly more persistent output gap than in the previous profile. In addition, the impact of lower energy prices on total CPI inflation is partially offset by the lower value assumed for the Canadian dollar.

Table 3: Summary of the base-case projection for Canada[a]

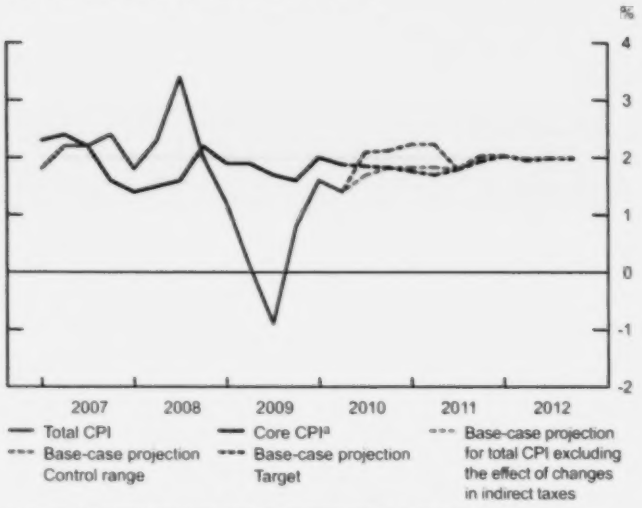
	2009	2010				2011				2012			
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Real GDP (quarter-over-quarter percentage change at annual rates)	4.9 *(5.0)*	6.1 *(5.8)*	3.0 *(3.8)*	2.8 *(3.5)*	3.2 *(3.5)*	3.0 *(3.3)*	3.0 *(2.8)*	2.5 *(1.9)*	2.4 *(1.9)*	2.0 *(1.9)*	1.9 *(1.9)*	1.9 *(1.9)*	1.9 *(1.9)*
Real GDP (year-over-year percentage change)	-1.1 *(-1.2)*	2.2 *(2.0)*	3.7 *(3.9)*	4.2 *(4.5)*	3.8 *(4.2)*	3.0 *(3.6)*	3.0 *(3.3)*	2.9 *(2.9)*	2.7 *(2.5)*	2.5 *(2.1)*	2.2 *(1.9)*	2.1 *(1.9)*	2.0 *(1.9)*
Core inflation (year-over-year percentage change)	1.6 *(1.6)*	2.0 *(2.0)*	1.9 *(1.9)*	1.8 *(1.8)*	1.8 *(1.8)*	1.8 *(1.7)*	1.7 *(1.7)*	1.8 *(1.9)*	1.9 *(2.0)*	2.0 *(2.0)*	2.0 *(2.0)*	2.0 *(2.0)*	2.0 *(2.0)*
Total CPI (year-over-year percentage change)	0.8 *(0.8)*	1.6 *(1.7)*	1.4 *(1.7)*	2.1 *(2.4)*	2.1 *(2.4)*	2.2 *(2.4)*	2.2 *(2.3)*	1.8 *(1.9)*	2.0 *(2.0)*	2.0 *(2.0)*	2.0 *(2.0)*	2.0 *(2.0)*	2.0 *(2.0)*
Total CPI excluding the effect of the HST and changes in other indirect taxes (year-over-year percentage change)	0.8 *(0.8)*	1.6 *(1.7)*	1.4 *(1.7)*	1.7 *(2.0)*	1.8 *(2.1)*	1.8 *(2.1)*	1.8 *(2.0)*	1.8 *(2.0)*	1.9 *(2.0)*	2.0 *(2.0)*	2.0 *(2.0)*	2.0 *(2.0)*	2.0 *(2.0)*
WTI[b] (level)	76 *(76)*	79 *(79)*	78 *(86)*	75 *(88)*	77 *(89)*	78 *(89)*	80 *(90)*	80 *(90)*	81 *(90)*	81 *(91)*	81 *(91)*	82 *(91)*	82 *(91)*

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the April *Monetary Policy Report*

b. Assumptions for the price of West Texas Intermediate crude oil (US$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 16 July 2010

Chart 22: Total CPI and core inflation in Canada are projected to remain close to the 2 per cent target over the projection horizon

Year-over-year percentage change, quarterly data



a. CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada projections

As in April, the Bank's base-case projection for inflation incorporates estimates for the effect of the harmonized sales tax (HST) in Ontario and British Columbia.[6] According to the Bank's calculations, the direct impact will be a temporary rise of 0.6 percentage points in the year-over-year rate of increase in total CPI lasting from July 2010 to June 2011. As part of the shift to the HST, most taxes currently paid on business inputs will be refunded through tax credits. While this reduction in production costs should have some offsetting effect on consumer prices over time, the extent and the timing of this effect are difficult to assess. The Bank's base-case projection assumes that these cost savings will be transmitted gradually during the second half of the year, eventually reducing core and total CPI by a cumulative 0.3 percentage points, all else being equal. In addition, the Bank's base-case scenario now incorporates the announced increase in the provincial sales tax in Quebec, effective in January 2011, which is expected to add about 0.1 percentage points to total CPI inflation over 2011. As has been the case with previous changes in indirect taxes, for the purposes of monetary policy, the Bank will look through the first-round effect of these tax changes on prices.

With inflation expectations well anchored, core inflation is expected to remain near 2 per cent throughout the projection period. The recent deceleration in the growth of labour compensation, which is expected to persist and to be reinforced by the spending restraint measures recently announced in the public sector, is contributing to a marked slowdown in the growth of unit labour costs. Combined with a cyclical pickup in labour productivity, this slowdown is expected to gradually reduce inflation pressures. This effect is expected to be offset by the gradual absorption of excess supply. Over the next year or so, the transitory effect of the introduction of the HST is projected to keep core inflation slightly below 2 per cent, as the tax refunds to businesses are passed through to consumers. At the same time, total CPI

Both total CPI and core inflation are expected to remain close to 2 per cent over the projection horizon.

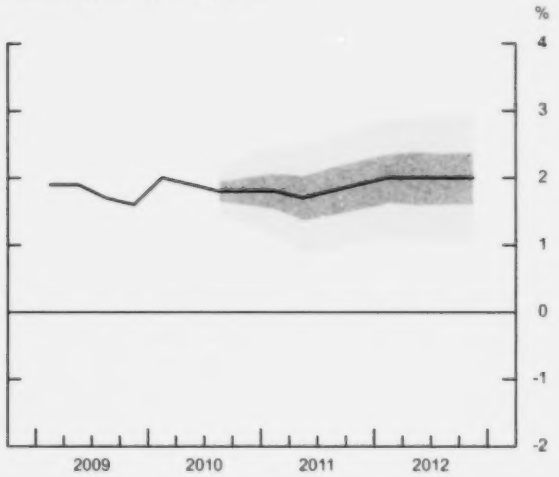
6 Since 1 July 2010, both provinces have harmonized their provincial sales tax with the federal goods and services tax. As a result, a broader range of goods and services are now being taxed in Ontario and British Columbia.

inflation (excluding the effect of changes in indirect taxes) is projected to be more subdued than in April and to remain somewhat below 2 per cent, mainly because of lower expected energy prices. Thereafter, both core and total CPI inflation are expected to be at the 2 per cent target.

This projection includes a gradual reduction in monetary stimulus consistent with achieving the inflation target.

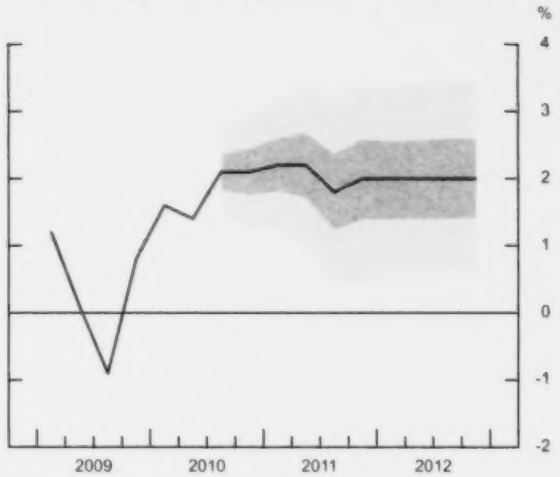
The uncertainty surrounding the Bank's inflation projection is illustrated using fan charts. **Chart 23** and **Chart 24** depict the 50 per cent and 90 per cent confidence bands for year-over-year core inflation and total CPI inflation from the third quarter of 2010 to the end of 2012.[7]

Chart 23: Projection for core CPI inflation
Year-over-year percentage change



Source: Bank of Canada

Chart 24: Projection for total CPI inflation
Year-over-year percentage change



Source: Bank of Canada

7 Technical details on the construction of the fan charts are available at <http://www.bankofcanada.ca/en/mpr/pdf/backgrounder_fancharts.pdf>

Risks to the Outlook

Some of the risks identified in the April *Report* have materialized. Most notably, sovereign debt concerns in Europe have intensified. Policy actions taken in response have reduced the likelihood of an adverse outcome and have enhanced medium-term sustainability. Nonetheless, the risks around this projection remain elevated.

Uncertainty surrounding the global outlook is an important risk for inflation in Canada. On the upside, the boost in confidence as advanced countries restore fiscal sustainability could generate greater-than-expected offsets to the fiscal consolidation. There is also a risk that momentum in emerging-market economies could be stronger than currently anticipated, particularly if measures to cool demand prove less effective than expected. On the downside, private demand around the world may be insufficient to sustain the recovery. In the United States, elevated uncertainty and high unemployment may induce households to increase savings and reduce consumption growth more than is currently expected. In Europe, slower growth in private demand could set in motion an adverse feedback loop between growth, financial conditions, and fiscal balances.

In Canada, there are important two-sided risks to the outlook for private demand. On the upside, private demand might have greater momentum than expected, reflecting strong confidence and easy credit conditions. On the downside, it is possible that households will reduce expenditures more than is currently anticipated to maintain their savings rate close to its recent average. Moreover, the projection assumes that investment will return to levels consistent with previous recoveries. Given the uncertainty around the global outlook, there is a risk that the recovery in investment could be further delayed.

The Bank judges that these risks are roughly balanced.

Over the medium term, global macroeconomic imbalances continue to pose significant risks to the outlook. These imbalances narrowed during the recession, as U.S. households curtailed their spending, while domestic demand in Asian emerging-market economies has been boosted by aggressive policy measures. The agreement by the G-20 leaders on policies to support strong, sustainable, and balanced growth, and the mutual assessment process, are important steps to reduce the risks associated with global imbalances. However, it remains crucial that countries implement the agreed policies. Without this, large imbalances may re-emerge, with the attendant risk of disorderly adjustment.

Bank of Canada Regional Offices

Atlantic Provinces
1583 Hollis Street, 5th Floor
Halifax, Nova Scotia B3J 1V4

David Amirault
Senior Regional Representative (Economics)

Monique LeBlanc
Senior Regional Representative (Currency)

Quebec
1501 McGill College Avenue, Suite 2030
Montréal, Quebec H3A 3M8

Laurent Martin
Senior Regional Representative (Economics)

Phuong Anh Ho Huu
Senior Regional Representative (Currency)

Miville Tremblay
Senior Representative, Director (Financial Markets)

Ontario
150 King Street West, Suite 2000
Toronto, Ontario M5H 1J9

Brigid Brady
Assistant Chief, Regional Analysis Division, Canadian Economic Analysis Department

Jane Voll
Senior Regional Representative (Economics)

Manuel Parreira
Senior Regional Representative (Currency)

Mark Caplan
Senior Representative, Director (Financial Markets)

Eric Tuer
Assistant Director (Financial Markets)

Prairie Provinces, Nunavut, and Northwest Territories
404 – 6th Avenue SW, Suite 200
Calgary, Alberta T2P 0R9

Alexander Fritsche
Senior Regional Representative (Economics)

Ted Mieszkalski
Senior Regional Representative (Currency)

British Columbia and Yukon
200 Granville Street, Suite 2710
Vancouver, British Columbia V6C 1S4

Farid Novin
Senior Regional Representative (Economics)

Lori Rennison
Senior Regional Representative (Economics)

Trevor Frers
Senior Regional Representative (Currency)

New York Office
Canadian Consulate General
1251 Avenue of the Americas
New York, NY 10020-1175 U.S.A.

Scott Kinnear
Consul and Senior Representative for the Bank of Canada

Bureaux régionaux de la Banque du Canada

Provinces de l'Atlantique
1583, rue Hollis, 5e étage
Halifax (Nouvelle-Écosse) B3J 1V4

David Amirault
Représentant principal (Analyse économique)

Monique LeBlanc
Représentante principale (Monnaie)

Québec
1501, avenue McGill College, bureau 2030
Montréal (Québec) H3A 3M8

Laurent Martin
Représentant principal (Analyse économique)

Phuong Anh Ho Huu
Représentante principale (Monnaie)

Miville Tremblay
Représentant principal et directeur (Marchés financiers)

Ontario
150, rue King Ouest, bureau 2000
Toronto (Ontario) M5H 1J9

Brigid Brady
Chef adjointe, Analyse régionale, département des Analyses de l'économie canadienne

Jane Voll
Représentante principale (Analyse économique)

Manuel Parreira
Représentant principal (Monnaie)

Mark Caplan
Représentant principal et directeur (Marchés financiers)

Eric Tuer
Directeur adjoint (Marchés financiers)

Provinces des Prairies, Nunavut et Territoires du Nord-Ouest
404–6th Avenue SW, bureau 200
Calgary (Alberta) T2P 0R9

Alexander Fritsche
Représentant principal (Analyse économique)

Ted Mieszkalski
Représentant principal (Monnaie)

Colombie-Britannique et Yukon
200, rue Granville, bureau 2710
Vancouver (Colombie-Britannique) V6C 1S4

Farid Novin
Représentant principal (Analyse économique)

Lori Rennison
Représentante principale (Analyse économique)

Trevor Frers
Représentant principal (Monnaie)

Bureau de New York
Consulat général du Canada
1251 Avenue of the Americas
New York, NY 10020-1175
États-Unis

Scott Kinnear
Consul et représentant principal de la Banque du Canada

BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

CÉLÉBRONS 75 ANS
CELEBRATING 75 YEARS

Rapport sur la politique monétaire

Juillet 2010

www.banqueducanada.ca

LA STRATÉGIE DE MAÎTRISE DE L'INFLATION AU CANADA*

La maîtrise de l'inflation et l'économie

- La maîtrise de l'inflation n'est pas une fin en soi; c'est le moyen par lequel la politique monétaire contribue au dynamisme de l'économie.
- Un taux d'inflation bas, stable et prévisible favorise un fonctionnement plus efficace de l'économie, ce qui aide à améliorer la croissance de l'activité au fil du temps et à atténuer les variations cycliques de la production et de l'emploi.

L'outil de la politique monétaire

- Des annonces portant sur l'outil de la politique monétaire de la Banque, à savoir le taux cible du financement à un jour, sont effectuées, à moins de circonstances exceptionnelles, à huit dates préétablies pendant l'année.
- En fixant une cible pour le taux du financement à un jour, la Banque du Canada exerce une influence sur les taux d'intérêt à court terme pour imprimer à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la cible de maîtrise de l'inflation. Le mécanisme de transmission est complexe et comporte des décalages dont la durée est à la fois longue et variable; l'incidence qu'a une modification des taux directeurs sur l'inflation se fait sentir généralement sur une période de six à huit trimestres.

Les cibles

- En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada se sont entendus sur l'établissement d'une série de cibles en vue de ramener le taux d'augmentation de l'IPC global au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. La cible d'inflation a été reconduite à quelques reprises depuis. En novembre 2006, elle a été renouvelée pour une période de cinq ans, soit jusqu'à la fin de 2011. Selon les termes de la nouvelle entente, la Banque continuera de mener la politique monétaire de façon à maintenir l'inflation mesurée par l'IPC global à 2 %, soit au milieu d'une fourchette de maîtrise de l'inflation allant de 1 à 3 %.

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC à court terme est attribuable aux fluctuations passagères des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pourquoi la Banque utilise, comme indicateur de la tendance fondamentale de l'inflation, un indice de référence qui exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes.

* Voir la « Déclaration commune du gouvernement du Canada et de la Banque du Canada concernant la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation » ainsi que la note d'information publiée à ce sujet. Ces documents sont reproduits aux pages 47 à 62 de la livraison de l'hiver 2006-2007 de la *Revue de la Banque du Canada*.

Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa (Ontario) K1A 0G9

ISSN 1201-8783 (version papier)
ISSN 1490-1242 (Internet)
Imprimé au Canada sur papier recyclé

BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA
CÉLÉBRONS 75 ANS
CELEBRATING 75 YEARS

Rapport sur la politique monétaire

Juillet 2010

LE PRÉSENT RAPPORT ÉMANE DU CONSEIL DE DIRECTION DE LA BANQUE DU CANADA,
COMPOSÉ DE MARK CARNEY, TIFF MACKLEM, PIERRE DUGUAY, JOHN MURRAY, TIMOTHY LANE ET JEAN BOIVIN

Ce n'est pas le moment de nous reposer sur nos lauriers. L'audace sera de mise dans les sphères publique et privée, au pays comme à l'étranger, pour que la reprise soit solide. Cela implique une action du G20 pour réformer le système financier international et assurer un redressement économique viable. Cela signifie aussi que nos entreprises doivent investir pour accroître la productivité et conquérir de nouveaux marchés. Cela implique enfin que les Canadiens doivent participer sans réserve à la nouvelle économie mondiale multipolaire.

Ce sont toutes des décisions importantes, dont la promptitude et l'efficacité influeront sur l'activité économique et sur l'inflation au Canada et, par conséquent, sur l'orientation de la politique monétaire. La Banque devra se montrer agile.

— Mark Carney

Gouverneur, Banque du Canada
16 juin 2010
Charlottetown (Île-du-Prince-Édouard)

Table des matières

1 Vue d'ensemble

3 L'économie mondiale

5 L'évolution récente

6 L'évolution des marchés financiers mondiaux

10 Les perspectives d'évolution de l'économie mondiale

17 L'économie canadienne

17 L'évolution récente

17 L'activité économique

19 L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie

20 L'inflation et la cible de 2 %

22 Les conditions financières au Canada

24 Le taux de change

24 Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne

24 L'offre et la demande globales

27 La projection en matière d'inflation

31 Les risques entourant les perspectives

Notes techniques

4 La crise de la dette souveraine en Europe et ses conséquences pour les économies mondiale et canadienne

7 Le nouvel indice des prix des produits de base de la Banque du Canada : l'IPPB Fisher

13 Le comportement de la consommation et de l'épargne aux États-Unis et au Canada

Vue d'ensemble

La reprise économique se poursuit à l'échelle du globe mais n'est pas encore autosuffisante. L'importance plus grande accordée à l'assainissement des bilans des ménages, des banques et des gouvernements dans certaines économies avancées devrait modérer le rythme de la croissance mondiale par rapport à celui que la Banque prévoyait en avril. Même si les mesures adoptées en réaction à la crise de la dette souveraine en Europe ont réduit le risque de conséquences négatives et accru les perspectives d'une croissance durable à long terme, elles devraient ralentir la reprise mondiale au cours de la période de projection. Aux États-Unis, la demande privée remonte mais demeure inégale.

L'activité économique au Canada évolue essentiellement comme prévu et est alimentée par les dépenses publiques et les dépenses de consommation. L'activité dans le secteur du logement recule de façon notable par rapport aux niveaux élevés qu'elle avait atteints, ce qui est conforme à l'opinion de la Banque selon laquelle les mesures de relance ont incité les ménages à devancer leurs dépenses à la fin de 2009 et au début de 2010. La croissance de l'emploi a repris mais les investissements des entreprises semblent être freinés par les incertitudes qui planent à l'échelle internationale et ne se sont pas encore relevés de la contraction marquée qu'ils ont subie pendant la récession.

La Banque s'attend à ce que la reprise soit plus graduelle au Canada qu'elle ne l'avait prévu en avril et à ce que le rythme d'expansion de l'économie s'établisse à 3,5 % en 2010, à 2,9 % en 2011 et à 2,2 % en 2012. Cette révision découle d'une légère détérioration des perspectives concernant la croissance économique mondiale et d'une progression plus modeste de la consommation au pays. Selon la Banque, les investissements des entreprises et les exportations nettes apporteront une contribution relativement plus importante à la croissance.

L'évolution de l'inflation a été en gros conforme aux projections de la Banque publiées en avril. Même si celle-ci estime maintenant que l'économie retournera à son plein potentiel à la fin de 2011, soit deux trimestres plus tard que prévu en avril, la dynamique fondamentale de l'inflation n'a guère changé. Tant l'inflation mesurée par l'IPC global que l'inflation mesurée par l'indice de référence devraient demeurer près de 2 % tout au long de la période de projection. La Banque fera abstraction des effets transitoires sur l'inflation des modifications apportées aux impôts indirects perçus par les provinces.

Cette projection demeure entachée de risques considérables, que la Banque juge relativement équilibrés au cours de la période de projection. À l'échelle du globe, du côté des risques à la hausse, la poussée de confiance qui

Le présent rapport se fonde sur l'information reçue à la date d'annonce préétablie du 20 juillet 2010.

accompagne la restauration de la viabilité des finances publiques dans les pays avancés pourrait contrebalancer plus que prévu les effets de l'assainissement budgétaire. Pour ce qui est des risques à la baisse, il est possible que la demande privée dans le monde, y compris aux États-Unis, ne suffise pas à soutenir la reprise.

Au Canada, d'importants risques pèsent sur les perspectives concernant la demande privée, tant à la hausse qu'à la baisse. Dans le premier cas, une confiance solide et des conditions de financement favorables pourraient imprimer à la demande privée un élan plus vif qu'escompté. Inversement, les ménages pourraient restreindre leurs dépenses de manière plus marquée que prévu actuellement et il existe un risque que le redressement de l'investissement des entreprises soit retardé davantage.

Depuis avril 2010, à la faveur de l'amélioration des conditions économiques, la Banque a cessé la conduite extraordinaire de la politique monétaire. Le 20 avril 2010, elle a mis fin à son engagement conditionnel, qui avait fourni une impulsion additionnelle considérable pendant une période marquée par une conjoncture économique très défavorable et des risques importants à la baisse pesant sur l'économie mondiale et l'économie canadienne.

Le 1er juin 2010, la Banque a relevé le taux cible du financement à un jour de un quart de point de pourcentage pour le porter à 1/2 %. Dans la foulée de cette décision relative au taux directeur, elle a rétabli son cadre normal de mise en œuvre de la politique monétaire, faisant de nouveau correspondre le taux cible du financement à un jour au point médian de la fourchette opérationnelle, dont l'amplitude est repassée à 50 points de base. Le 20 juillet 2010, la Banque a augmenté le taux cible du financement à un jour d'un autre quart de point de pourcentage pour l'établir à 3/4 %.

Ces décisions laissent en place un degré de détente monétaire considérable, compatible avec l'atteinte de la cible d'inflation de 2 %, compte tenu de l'offre excédentaire importante au Canada, de la vigueur de la dépense intérieure et de la reprise mondiale inégale. Étant donné l'incertitude notable pesant sur les perspectives, toute nouvelle réduction du degré de détente monétaire devra être évaluée avec soin, en fonction de l'évolution économique à l'échelle nationale et internationale.

L'économie mondiale

La reprise économique se poursuit à l'échelle du globe **(Graphique 1)** mais n'est pas encore autosuffisante. L'importance plus grande accordée à l'assainissement des bilans des ménages, des banques et des gouvernements dans certaines économies avancées devrait modérer le rythme de la croissance mondiale par rapport à celui que la Banque prévoyait en avril. L'intensification des préoccupations entourant la dette souveraine en Europe a donné lieu à une augmentation de l'incertitude, à un resserrement des conditions financières internationales et à une baisse des cours mondiaux des produits de base. Dans les pays avancés, le relais des mesures publiques de relance à la demande privée est amorcé mais n'est pas encore terminé.

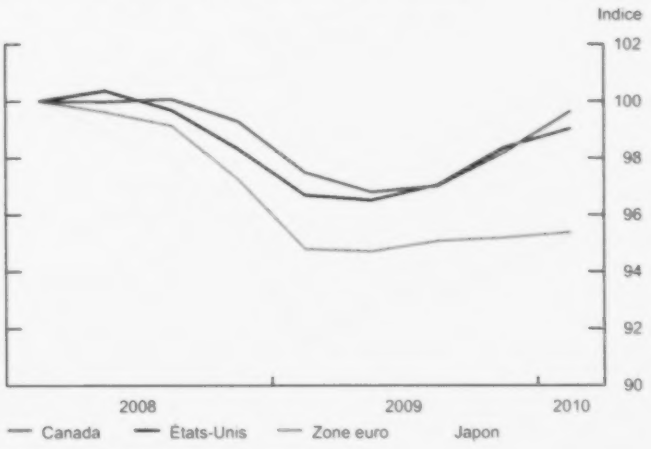
La reprise économique se poursuit à l'échelle du globe mais n'est pas encore autosuffisante. L'importance plus grande accordée à l'assainissement des bilans devrait modérer le rythme de la croissance mondiale par rapport à celui projeté en avril.

Dans la plupart des économies avancées, la politique monétaire devrait demeurer expansionniste pendant quelque temps, mais on s'attend à ce que l'effet des stimulants budgétaires passe de neutre à négatif au cours de la prochaine année. Même si les mesures adoptées en réaction à la crise de la dette souveraine en Europe ont réduit le risque de conséquences négatives et accru les perspectives d'une croissance durable à long terme, elles devraient modérer la reprise mondiale au cours de la période de projection **(Note technique 1)**[1]. On prévoit que la demande privée deviendra le principal

Les mesures adoptées en réaction à la crise de la dette en Europe ont réduit le risque de conséquences négatives.

Graphique 1 : Les grandes économies sont en train de se redresser

PIB réel, base 100 de l'indice = 2008T1, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada, Bureau of Economic Analysis des États-Unis, Eurostat et Bureau de statistique du Japon

Dernière observation : 2010T1

1 Ces mesures englobent un assainissement important des finances publiques dans plusieurs pays, dont la Grèce, l'Allemagne, le Royaume-Uni, la France, l'Italie, l'Espagne et le Portugal, la création du Fonds européen de stabilité financière par l'Union européenne, le lancement par la BCE d'achats ciblés d'obligations souveraines et la conduite par les autorités européennes de simulations de crise dans les systèmes bancaires.

Note technique 1

La crise de la dette souveraine en Europe et ses conséquences pour les économies mondiale et canadienne

Comme la zone euro représente plus de 20 % de la production mondiale (aux prix courants), la crise de la dette souveraine en Europe a des répercussions à l'échelle du globe. La crise a éclaté au début de mai, sur fond d'inquiétudes croissantes des marchés financiers quant à la viabilité des finances publiques de plusieurs pays vulnérables de la zone euro, en particulier la Grèce. Cette dette étant détenue en grande partie par les banques de l'ensemble de la zone, certains ont exprimé des doutes au sujet de la résilience de quelques-unes de ces banques. Ces préoccupations et les tensions sur les marchés financiers qu'elles ont engendrées ont accru l'incertitude concernant la solidité de la reprise de l'activité mondiale. Plusieurs mesures ont été prises par l'Union européenne, la Banque centrale européenne et le Fonds monétaire international pour juguler la crise, et de nombreux pays européens ont accéléré la mise en œuvre de leurs plans d'assainissement des finances publiques.

Il est à prévoir que la crise de la dette souveraine en Europe aura des retombées sur les économies mondiale et canadienne par le fait des liens commerciaux et financiers existants. L'accélération des efforts d'assainissement budgétaire et le durcissement des conditions du crédit dans la zone euro entraîneront une diminution de la demande dans cette région et, du même coup, de la demande européenne de biens et de services importés. La récente dépréciation de l'euro, si elle se maintient, accentuera le repli de la demande européenne d'importations. Puisque les exportations vers les pays de la zone euro ne constituent qu'une faible proportion des exportations totales du Canada, l'incidence de ce recul de la demande devrait demeurer relativement modeste. Cependant, le Canada subit aussi indirectement les effets de la crise européenne par le biais de la réduction de la demande américaine d'exportations canadiennes et du fléchissement de la demande de produits de base, ce qui pèse sur ses termes de l'échange et sur sa monnaie.

La crise de la dette a également provoqué une intensification des tensions sur le marché interbancaire, une élévation des primes de risque ainsi qu'une baisse de la valeur des actifs. Les retombées de la crise sur les marchés financiers ont été relativement limitées jusqu'ici, mais les conditions financières pourraient se durcir sensiblement, surtout en Europe, si les inquiétudes entourant le risque de contrepartie persistaient, et d'autant plus si celles-ci augmentaient. Par ailleurs, il se peut que l'incertitude entourant les perspectives entame la confiance des entreprises et des ménages et freine leurs dépenses. Ces effets ont été modestes jusqu'à présent, mais ils pourraient s'amplifier. Des remaniements de portefeuille en faveur de valeurs refuges pourraient stimuler la demande d'actifs libellés en dollars américains, ce qui exercerait des pressions à la baisse sur le dollar canadien. Une dépréciation de ce dernier aiderait par contre à atténuer les incidences de cette crise de la dette en Europe sur la demande globale au Canada.

Une évaluation de l'incidence de la crise de la dette en Europe sur le scénario de référence de la Banque est présentée au **Tableau 1-A**.

Tableau 1-A : Incidence de la crise de la dette souveraine européenne

Variation en pourcentage par rapport aux niveaux projetés en avril 2010

	PIB réel de la zone euro	PIB réel des États-Unis	Prix des produits de base non énergétiques / Prix du pétrole	PIB réel du Canada
2010	-0,2	-0,1	-0,2/-0,6	-0,1
2011	-0,6	-0,4	-0,8/-2,4	-0,3
2012	-0,8	-0,3	-0,9/-2,8	-0,2

Source : calculs de la Banque du Canada

Il est à noter que le risque à la baisse associé à une crise plus profonde reste présent et que, s'il se réalisait, les conséquences pourraient être lourdes. D'abord, des perturbations majeures des marchés du financement bancaire pourraient faire augmenter les coûts d'emprunt des entreprises et des ménages. Ensuite, les répercussions négatives sur les exportations canadiennes pourraient être substantielles.

moteur de la croissance dans le monde en 2011 et 2012, à mesure que l'emploi et les revenus des ménages se redresseront.

L'évolution récente

La croissance a été plus vigoureuse que prévu dans bien des régions du globe au premier trimestre de 2010, grâce surtout aux mesures temporaires d'incitation prises par les gouvernements, qui ont amené les ménages à devancer leurs dépenses. Par conséquent, l'expansion devrait avoir ralenti au second trimestre dans de nombreux pays, à mesure que ces effets temporaires se sont dissipés. Même si on observe un grand dynamisme dans bon nombre d'économies de marché émergentes et une certaine consolidation de la relance aux États-Unis, au Japon et dans d'autres pays avancés, la croissance reste anémique en Europe.

La croissance a été plus vigoureuse que prévu dans bien des régions du globe au premier trimestre de 2010, grâce surtout aux mesures temporaires d'incitation prises par les gouvernements.

Le PIB américain a crû à un taux annualisé de 2,7 % en termes réels au premier trimestre et on estime sa progression au deuxième trimestre à 2,4 %, ce qui, dans les deux cas, est un peu inférieur aux prévisions présentées dans le *Rapport* d'avril. Au cours de cette période, la croissance a été favorisée par les mesures de relance budgétaire et monétaire ainsi que par l'inversion du cycle des stocks au lendemain de la récession. Les données récentes sur la consommation et l'investissement résidentiel indiquent toutefois que la croissance sera sans doute plus modeste qu'on ne l'avait prévu auparavant, étant donné la faible hausse de l'emploi enregistrée au deuxième trimestre (abstraction faite des emplois temporaires liés au recensement). Ainsi, le redressement de la demande intérieure privée aux États-Unis sera probablement plus graduel qu'escompté précédemment.

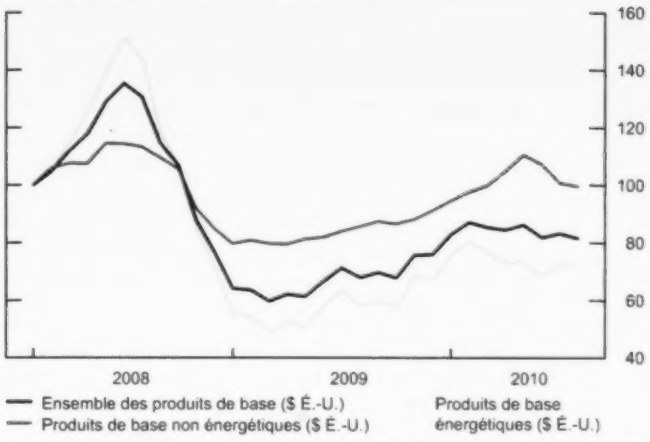
L'activité économique s'est quelque peu raffermie dans la zone euro au premier trimestre, à la faveur d'une progression soutenue des dépenses publiques et des exportations ainsi que d'un apport important des stocks. La demande intérieure finale privée demeure faible cependant. Plus récemment, les nouvelles données liées à la production industrielle ont généralement été plus favorables que projeté, donnant à penser que la croissance s'est renforcée au deuxième trimestre, en partie grâce à la reprise de l'activité après les perturbations provoquées par le mauvais temps au premier trimestre et à la montée des exportations. La relance est plus vigoureuse dans les pays du cœur de l'Europe, surtout l'Allemagne, peu d'indices laissant entrevoir jusqu'à maintenant des effets de propagation de la faiblesse observée dans les économies vulnérables.

Même si on observe un grand dynamisme dans bon nombre d'économies de marché émergentes et une certaine consolidation de la relance aux États-Unis, au Japon et dans d'autres pays avancés, la croissance reste anémique en Europe.

Au Japon, la croissance du PIB réel au premier trimestre, qui s'est située à 5,0 %, a continué à se redresser fortement, sous l'effet des importants stimulants budgétaires et d'un vif essor des exportations. Cette progression devrait s'être modérée au deuxième trimestre, avec la réduction des programmes de relance gouvernementaux. Bien que les exportations nettes contribuent toujours de façon notable à la croissance, certains indicateurs portent à croire que la reprise économique au Japon se généralise lentement.

Au premier trimestre de 2010, l'économie chinoise a affiché un taux d'expansion, supérieur aux pronostics, de 11,9 % (en glissement annuel) grâce à la vigueur de la demande intérieure et extérieure. La croissance a décéléré à 10,3 % au deuxième trimestre, toutefois, à mesure que les effets des stimulants budgétaires ont commencé à s'estomper et que les actions menées par les autorités chinoises pour ralentir l'activité dans le marché du logement ont commencé à porter leurs fruits. Il semble que l'économie affiche une demande excédentaire, à en juger par la hausse des salaires et l'intensification des pressions sur les prix dans certains secteurs. Les autorités ont réagi en

Graphique 2 : Les prix des produits de base ont récemment fléchi
Indice des prix des produits de base de la Banque du Canada
(base 100 de l'indice = janvier 2008), données mensuelles



Nota : Les valeurs pour juillet 2010 sont des estimations fondées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant jusqu'au 16 juillet 2010.
Source : Banque du Canada — Dernière observation : juillet 2010

durcissant les conditions du crédit au moyen de diverses mesures, et on observe l'amorce d'un ralentissement de la progression du crédit et des prix des actifs.

L'indice des prix des produits de base de la Banque a reculé de quelque 4 % depuis avril.

L'indice des prix des produits de base de la Banque du Canada a reculé de quelque 4 % depuis la parution du *Rapport* d'avril en raison de la baisse des prix du pétrole et des produits de base non énergétiques, laquelle a été compensée en partie par une augmentation des cours du gaz naturel **(Graphique 2** et **Note technique 2)**. La diminution des cours des produits de base peut être attribuée dans une large mesure à une désaffection générale à l'égard des actifs plus risqués durant cette période et à un ralentissement attendu de la reprise économique mondiale imputable à la crise de la dette souveraine en Europe et au resserrement des politiques en Chine.

L'évolution des marchés financiers mondiaux

De nouvelles tensions sont apparues sur les marchés financiers découlant des inquiétudes grandissantes au sujet du risque souverain dans quelques pays d'Europe.

Malgré les signes de la poursuite de la reprise économique à l'échelle internationale, de nouvelles tensions sont apparues sur les marchés financiers découlant des inquiétudes grandissantes au sujet du risque souverain dans quelques pays d'Europe et de l'exposition connexe des banques. Ces tensions financières font ressortir les vulnérabilités qui perdurent au sein du système financier mondial.

Au moment de la publication du *Rapport* d'avril, l'incidence des préoccupations entourant le risque souverain avait été largement confinée à une augmentation des rendements des obligations d'État de certains pays européens lourdement endettés, particulièrement la Grèce. À la fin d'avril, l'un des principaux risques cernés dans le *Rapport* se concrétisait. Les inquiétudes concernant la contagion et les effets de propagation se sont exacerbées, ce qui a donné lieu à une détérioration généralisée des conditions dans l'ensemble des marchés financiers. Les annonces de mesures de stabilisation par les autorités européennes et le Fonds monétaire international ont contribué à améliorer les conditions des marchés depuis, mais les écarts relatifs aux obligations souveraines des pays les plus touchés de la zone euro demeurent nettement

Note technique 2

Le nouvel indice des prix des produits de base de la Banque du Canada : l'IPPB Fisher

L'évolution des prix des matières premières revêt une grande importance pour la tenue de l'économie canadienne et la conduite de la politique monétaire. Il est donc primordial de mesurer précisément les variations des prix d'un large éventail de produits de base pour pouvoir interpréter leur incidence sur la valeur du dollar canadien, les termes de l'échange et l'état de l'économie canadienne. Depuis sa création, en 1975, l'indice des prix des produits de base (IPPB) de la Banque du Canada est fondé sur des pondérations fixes, qui ont été rajustées environ une fois tous les dix ans, soit en 1988, en 1994 et en 2003.

Afin de disposer d'un indice plus précis, représentatif et flexible, la Banque du Canada a récemment remplacé l'IPPB par un indice en chaîne de Fisher[1]. Ce nouvel indice, appelé IPPB Fisher, a ceci d'avantageux que ses facteurs de pondération pourront être mis à jour chaque année, en vue de réduire les biais provenant des fluctuations de la valeur de production des matières premières qui sont causées par l'évolution des prix **(Graphique 2-A)**[2]. Autre avantage de la méthodologie de Fisher, des produits de base peuvent être ajoutés à l'indice ou en être retirés au fil du temps[3]. De plus, comme cet indice s'accorde avec le Système de comptabilité nationale du Canada, il est relativement aisé d'établir une mesure du volume de production des produits de base canadiens.

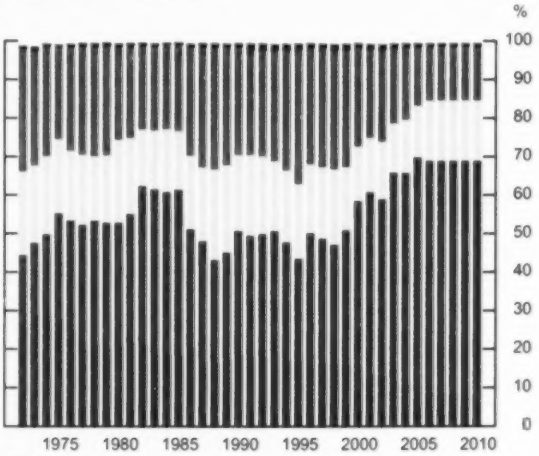
La catégorie de matières premières la plus importante pour expliquer l'évolution de l'IPPB Fisher au cours de la période 1973-2009 est celle des produits énergétiques **(Graphique 2-B)**. Les prix de l'énergie sont en effet sujets à de grandes fluctuations qui ont une influence prépondérante sur la dynamique globale de l'indice. Cela se vérifie particulièrement pour les années écoulées depuis 2000, durant lesquelles la progression de l'indice global des prix a tenu essentiellement à l'évolution des prix de l'énergie. À titre d'exemple, la hausse de l'IPPB Fisher en 2008 s'explique à environ 85 % par l'augmentation de 20,8 % des prix de l'énergie. Après la catégorie des produits énergétiques, les catégories ayant le plus contribué dans le passé aux variations de l'IPPB Fisher sont celles des métaux et minéraux et des produits forestiers.

Bien que la composition de l'IPPB Fisher diffère selon les années considérées, celui-ci suit d'assez près l'évolution de l'ancien indice **(Graphique 2-C)**. Il y a trois grandes raisons à cela. Premièrement, l'effet sur l'indice des fluctuations des prix des produits de base volatils domine celui des changements de composition de l'indice au fil du temps, puisque ce dernier effet a tendance à se faire sentir très progressivement. Deuxièmement, les variations des prix sont fortement corrélées entre les produits de base, étant donné que les cycles de la demande sont souvent synchronisés.

(suite à la page suivante)

Graphique 2-A : Les pondérations de l'IPPB Fisher sont rajustées chaque année pour tenir compte de l'évolution de la production de matières premières au Canada

Part des principales catégories de matières premières dans la production nominale, données annuelles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2006

1 Voir I. Kolet et R. Macdonald, *The Fisher BCPI: The Bank of Canada's New Commodity Price Index*, document d'analyse n° 2010-6, Banque du Canada.

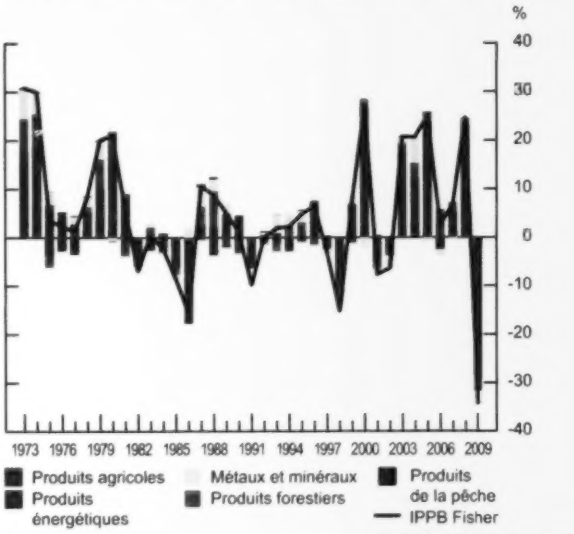
2 Les pondérations du nouvel indice ont été établies à partir des données entrées-sorties, qui s'arrêtent pour l'instant en 2006. Par conséquent, elles ont été maintenues telles quelles de 2006 à 2010.

3 L'IPPB Fisher intègre cinq composantes ou catégories nouvelles : plomb, fer, pommes de terre, poissons de mer et mollusques et crustacés.

Note technique 2 *(suite)*

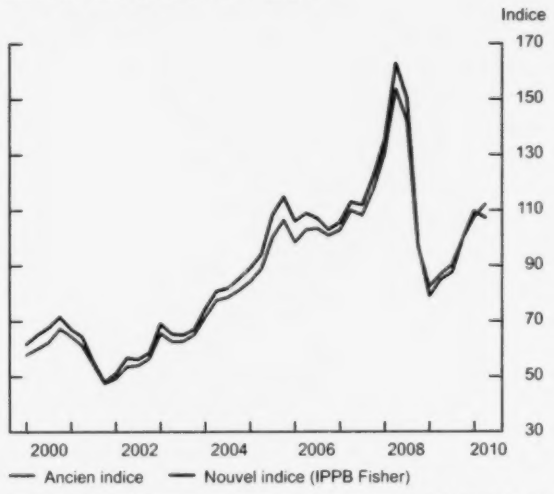
Le nouvel indice des prix des produits de base de la Banque du Canada : l'IPPB Fisher

Graphique 2-B : Depuis 2000, les prix de l'énergie jouent un rôle prépondérant dans l'évolution de l'IPPB
Contribution à la croissance, données annuelles



Source : Banque du Canada — Dernière observation : 2009

Graphique 2-C : Les deux indices connaissent une évolution similaire, car l'incidence des changements de pondération est faible par rapport à d'autres facteurs, telle la volatilité des prix
Base 100 = 2009T4, données mensuelles



Source : Banque du Canada — Dernière observation : 2010T2

De fait, la similitude d'évolution entre des indices à pondération différente est d'autant plus grande que la corrélation entre les prix des produits de base est élevée. Troisièmement, par une pure coïncidence, les changements successifs de pondération des matières premières et les variations des prix de l'énergie se compensent sur la période examinée et font que la moyenne des facteurs de pondération de l'indice de Fisher est presque identique aux anciennes pondérations fixes. Avec le passage du temps, il est possible que les deux indices divergent. Par ailleurs, il convient de souligner que si les écarts de niveaux entre les indices globaux sont minimes, la plupart des sous-indices accusent des différences marquées, tels ceux des produits énergétiques et non énergétiques.

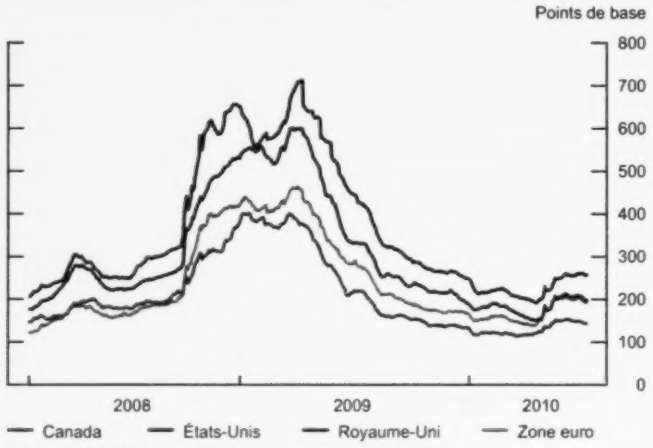
L'incertitude plus grande a intensifié la volatilité, fait reculer les cours des actions et creusé les écarts de crédit.

plus larges qu'au moment de la parution du *Rapport* d'avril et, globalement, les conditions financières se sont durcies et sont plus volatiles.

La crise de l'endettement en Europe a fait croître l'incertitude et suscité des craintes d'effets possibles de propagation du système financier à l'économie réelle. L'incertitude plus grande au sein des marchés financiers mondiaux a intensifié la volatilité, fait reculer les cours des actions et creusé les écarts de crédit pour un large éventail d'actifs du secteur privé, comme les obligations des sociétés, bien que ces écarts soient nettement inférieurs à ceux qui ont été observés à l'automne 2008 et au premier semestre de 2009 **(Graphique 3)**. L'effet du creusement des écarts sur les coûts d'emprunt des sociétés a donc été jusqu'à présent contrebalancé en bonne partie par la baisse des rendements des obligations d'État dans les grandes

Graphique 3 : Les écarts de rendement relatifs aux obligations de sociétés ont légèrement augmenté ces dernières semaines

Écarts entre les obligations de sociétés de bonne qualité et les obligations d'État[a]

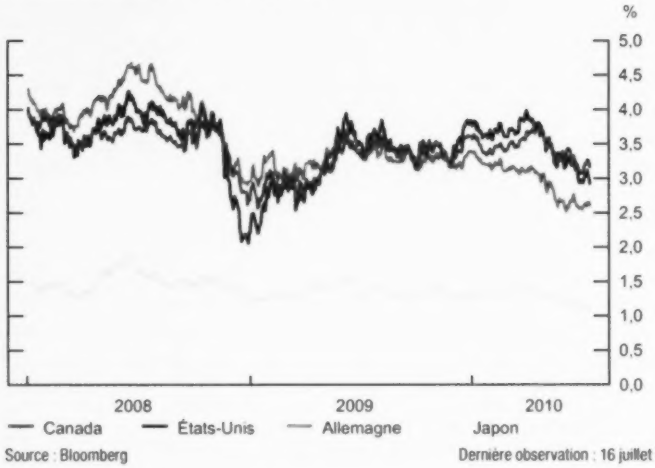


a. Les écarts ont été corrigés pour tenir compte des clauses optionnelles.

Sources : Bank of America Merrill Lynch et Bloomberg — Dernière observation : 16 juillet 2010

Graphique 4 : Les rendements des obligations d'État dans les grandes économies ont diminué sous l'effet de remaniements de portefeuille et de la réévaluation des perspectives de croissance

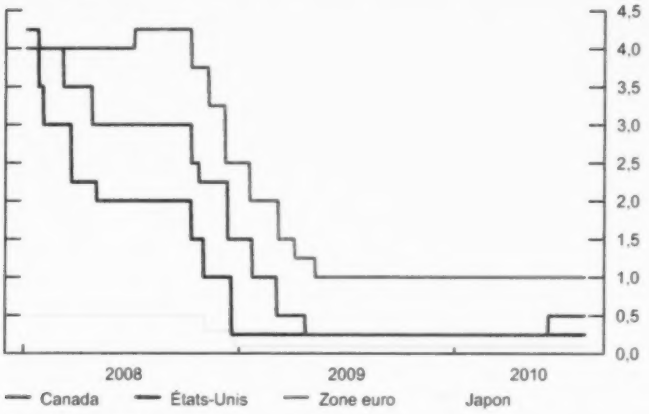
Rendement des obligations d'État à 10 ans



Source : Bloomberg — Dernière observation : 16 juillet 2010

économies **(Graphique 4)**, en raison d'une réévaluation des perspectives de croissance, des attentes selon lesquelles les taux directeurs devraient demeurer extrêmement bas **(Graphique 5)** et de la part accrue des actifs plus liquides et moins risqués dans la composition des portefeuilles. Même si l'accès aux marchés de capitaux s'est amélioré après les perturbations connues au début de mai, lorsque les inquiétudes au sujet du risque souverain étaient les plus vives, l'émission de titres de sociétés en Europe et aux États-Unis reste inférieure aux niveaux observés plus tôt cette année.

Graphique 5 : Les taux directeurs sont demeurés à des creux historiques dans la plupart des pays
Données quotidiennes



Sources : Banque du Canada, Réserve fédérale des États-Unis, Banque centrale européenne et Banque du Japon

Dernière observation : 16 juillet 2010

Les conditions d'octroi de prêts bancaires sont demeurées à peu près inchangées dans la plupart des économies avancées.

Les conditions d'octroi de prêts bancaires sont demeurées à peu près inchangées dans la plupart des économies avancées. Selon les résultats des dernières enquêtes menées auprès des responsables du crédit aux États-Unis et en Europe, en général, les banques commerciales n'ont pas resserré davantage leurs normes d'octroi de prêts. Les banques régionales américaines ne sont pas aussi solides financièrement que les grandes institutions installées sur les principales places financières, leur capacité à accorder des prêts aux entreprises et aux ménages est donc plus limitée[2]. En Europe, l'assainissement prévu des finances publiques est susceptible de ralentir la croissance à court terme, ce qui pourrait compliquer la tâche des ménages et des entreprises pour ce qui est d'assurer le service de leur dette et occasionner d'autres pertes ainsi qu'un affaiblissement des bilans des banques. De plus, de nombreuses banques européennes ont à leur bilan des montants importants de la dette souveraine des pays vulnérables de la zone euro. Les autorités européennes ont annoncé récemment qu'elles effectuent des simulations de crise afin d'évaluer la vulnérabilité de leurs banques et qu'elles en publieront les résultats le 23 juillet 2010.

Les perspectives d'évolution de l'économie mondiale

La reprise économique mondiale devrait se poursuivre, mais elle sera vraisemblablement plus graduelle.

Dans son scénario de référence, la Banque suppose que les mesures prises jusqu'à maintenant en Europe préviendront une nouvelle dégradation des conditions financières ainsi que la propagation des problèmes dans d'autres pays de la zone euro et au delà. Dans l'ensemble, la reprise économique mondiale devrait se poursuivre, mais elle sera vraisemblablement plus graduelle que ce à quoi on s'attendait dans la livraison d'avril du *Rapport*, la croissance devant s'établir en moyenne à un peu moins de 4 % jusqu'à la fin de 2012 **(Tableau 1)**. La révision à la baisse des perspectives pour 2011 et 2012 reflète un redressement plus progressif de la demande intérieure privée ainsi que les répercussions négatives de la crise de la dette souveraine, y compris l'assainissement accéléré des finances publiques **(Note technique 1)**.

2 Selon la dernière enquête réalisée par la National Federation of Independent Business, les petites entreprises indiquent encore qu'elles ont de la difficulté à obtenir des prêts.

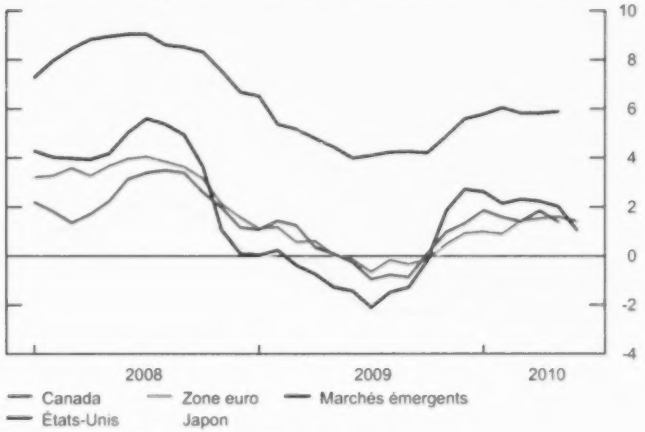
Tableau 1 : Projection relative à la croissance de l'économie mondiale

	Part du PIB mondial réel[a] (en pourcentage)	Croissance projetée[b] (en pourcentage)		
		2010	2011	2012
États-Unis	21	2,9 *(3,1)*	3,0 *(3,5)*	3,5 *(3,5)*
Zone euro	15	1,0 *(1,2)*	1,2 *(1,6)*	2,3 *(2,5)*
Japon	6	3,3 *(2,1)*	1,5 *(1,7)*	2,5 *(2,6)*
Chine	13	10,3 *(10,2)*	9,2 *(9,3)*	8,7 *(8,7)*
Autres pays	45	5,1 *(4,5)*	3,8 *(4,1)*	3,6 *(3,9)*
Ensemble du monde	100	**4,6 *(4,2)***	**3,8 *(4,0)***	**4,0 *(4,1)***

a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du FMI des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2009.
Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, avril 2010
b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison d'avril 2010 du *Rapport sur la politique monétaire*.
Source : Banque du Canada

Graphique 6 : Les pressions inflationnistes demeurent limitées dans les grandes économies avancées mais augmentent dans les pays à marché émergent

Taux de variation en glissement annuel de l'IPC global, données mensuelles



Sources : Statistique Canada, Bureau of Labor Statistics des États-Unis, Eurostat, Bureau de statistique du Japon et FMI — Dernières observations : mai et juin 2010

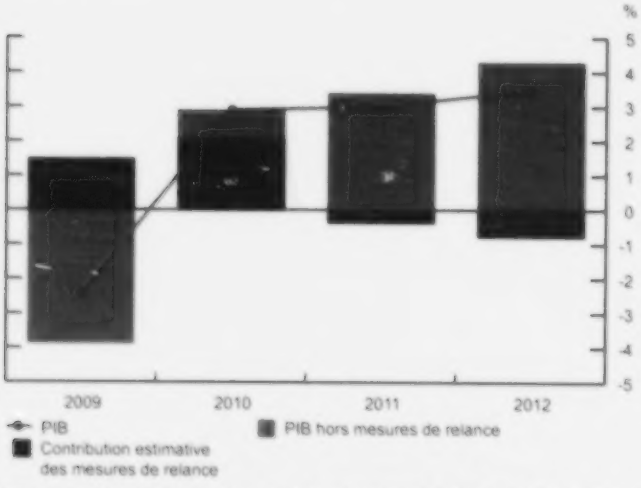
Compte tenu de la lenteur de la reprise et de l'existence d'écarts de production considérables, les pressions inflationnistes sous-jacentes sont encore limitées dans les grandes économies avancées **(Graphique 6)**. Toutefois, les pressions inflationnistes sont en hausse dans bon nombre de pays émergents et devraient s'intensifier davantage pendant la période de projection, sous l'effet du dynamisme de leurs économies et, dans certains cas, de conditions monétaires expansionnistes.

Les projections indiquent que la reprise économique aux États-Unis sera plus lente que durant les cycles précédents, ce qui est attribuable au léger ralentissement de la croissance dans le reste du monde, au retrait des mesures de relance budgétaire et à la réduction en cours du levier d'endettement des ménages et des institutions financières. Comme la croissance se chiffrera à 3 1/4 % en moyenne en 2011 et 2012, des capacités inutilisées devraient persister à l'horizon projeté, étant donné l'ampleur de la récession et le rythme

L'expansion projetée du PIB américain est un peu plus faible qu'en avril, s'établissant à 3 1/4 % en moyenne pour 2011 et 2012.

Graphique 7 : Les mesures de relance budgétaire soutiennent actuellement la croissance économique aux États-Unis, mais la demande du secteur privé devrait devenir plus durable dans les années à venir

Données annuelles



Nota : La contribution des mesures de relance à la croissance reflète les effets sur le PIB des interventions face à la crise et comprend à la fois les dépenses publiques directes et les effets indirects des mesures de relance sur d'autres composantes de la demande globale.

Sources : Banque du Canada et Bureau of Economic Analysis des États-Unis

de progression de la production potentielle. Selon les prévisions, l'expansion du PIB américain sera un peu plus faible qu'anticipé en avril, du fait des retombées de la crise de la dette souveraine en Europe et du redressement plus lent de la demande intérieure privée. Si les stimulants budgétaires demeurent un important moteur de la croissance en 2010, il reste que leur élimination exercera un effet modérateur sur l'activité économique aux États-Unis durant les deux années suivantes **(Graphique 7)**. La hausse de la consommation devrait être modeste, les ménages s'efforçant de reconstituer leur épargne **(Note technique 3)**[3], tandis que la reprise de l'investissement résidentiel devrait être freinée par les ventes de maisons saisies, l'accès limité au crédit pour les constructeurs et le renversement des effets des incitatifs fiscaux temporaires à l'achat d'une maison (qui avaient entraîné un devancement de la demande de logements). On s'attend à ce que la croissance des investissements des entreprises remonte graduellement, mais il est probable qu'elle restera anémique par rapport à ce qui a été observé lors des reprises précédentes (surtout dans le cas des investissements dans la construction), en raison du niveau élevé des capacités industrielles inutilisées et de conditions du crédit tendues (particulièrement pour les petites entreprises) **(Graphique 8)**. Les projections laissent entrevoir une forte expansion des exportations au cours de la période considérée, mais inférieure à celle prévue dans le *Rapport* d'avril, la demande extérieure étant plus faible, et le dollar américain, plus vigoureux.

Les perspectives concernant la zone euro sont assombries par les événements qui sont survenus récemment dans les économies européennes vulnérables. La croissance économique devrait être plus modérée qu'on ne l'entrevoyait dans le *Rapport* d'avril, sous l'effet de l'incertitude accrue, d'un

3 La richesse des ménages aux États-Unis se situe encore bien en deçà des niveaux enregistrés avant la récession et a vraisemblablement reculé davantage depuis la publication du *Rapport* en avril, ce qui s'explique par les récents chocs financiers et les effets du repli des cours boursiers.

Note technique 3

Le comportement de la consommation et de l'épargne aux États-Unis et au Canada

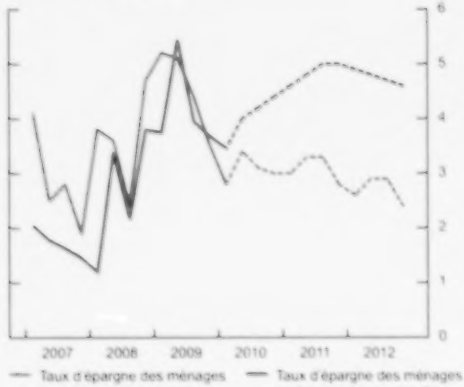
La Banque s'attend à ce que la reprise de la demande de consommation aux États-Unis soit plus lente que celle observée lors des cycles précédents, en raison essentiellement de la nécessité pour les ménages d'assainir leurs bilans. Le taux d'épargne des ménages américains, qui s'était établi en moyenne à 1,8 % de 2005 à 2007, a augmenté récemment et avoisine maintenant 3,5 %. Il devrait atteindre les 5 % en 2011 si, comme on le prévoit, le revenu du travail progresse à un rythme plus rapide que les dépenses de consommation **(Graphique 3-A)**. La réduction en cours du ratio d'endettement des ménages devrait rapprocher graduellement, durant la période de projection, le ratio des dépenses de consommation au PIB de sa moyenne de long terme **(Graphique 3-B)**.

Au Canada, le ratio des dépenses de consommation au PIB s'est hissé dernièrement au-dessus de sa moyenne de long terme, à la suite de la forte amélioration des termes de l'échange et de l'adoption de politiques monétaire et budgétaire expansionnistes. Toutefois, l'écart par rapport à cette moyenne est moins prononcé au Canada qu'il ne l'est aux États-Unis et devrait y persister plus longtemps, les ménages canadiens étant en meilleure posture que leurs voisins du sud **(Graphique 3-C)**. Leur avoir net s'élevait toujours en 2009 à environ six fois leur revenu disponible moyen, alors qu'aux États-Unis, le ratio de l'avoir net au revenu disponible est tombé à un peu moins de cinq.

La possibilité que la consommation des ménages diminue plus rapidement que prévu par rapport à leurs revenus fait planer un risque à la baisse sur la projection de la Banque (voir la section traitant des risques à la page 31).

Graphique 3-A : Le taux d'épargne devrait rester plus élevé aux États-Unis qu'au Canada, en raison de la plus grande nécessité pour les ménages américains de réduire leur ratio d'endettement

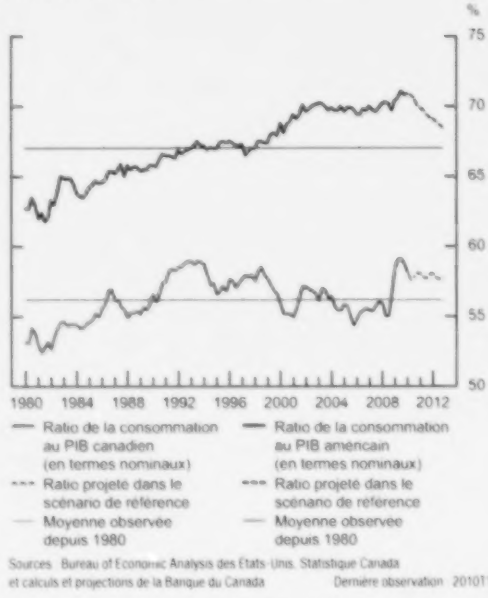
Données trimestrielles



Sources : Bureau of Economic Analysis des États-Unis, Statistique Canada et projections de la Banque du Canada — Dernière observation : 2010T1

Graphique 3-B : Le ratio des dépenses de consommation au PIB devra s'ajuster de façon plus marquée aux États-Unis qu'au Canada

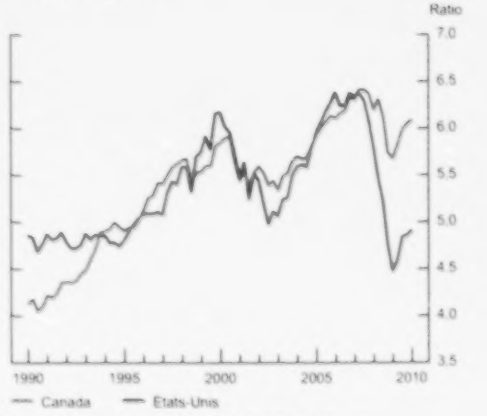
Données trimestrielles



Sources : Bureau of Economic Analysis des États-Unis, Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada — Dernière observation : 2010T1

Graphique 3-C : L'examen du ratio de l'avoir net au revenu disponible incite à penser que les ménages canadiens sont en meilleure posture que leurs voisins du sud

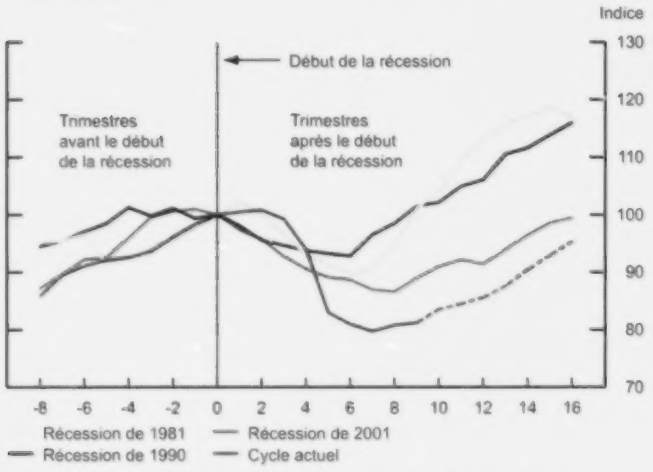
Données trimestrielles



Sources : Réserve fédérale des États-Unis, Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada — Dernière observation : 2010T1

Graphique 8 : La progression des investissements des entreprises aux États-Unis devrait continuer d'être anémique par rapport aux reprises précédentes

Évolution comparative du niveau des investissements des entreprises américaines, en termes réels, sur différents cycles; base 100 de l'indice : début de la récession, données trimestrielles



Sources : Bureau of Economic Analysis des États-Unis et projections de la Banque du Canada

assainissement plus énergique des finances publiques, d'une détérioration des conditions du crédit par suite des tensions présentes sur les marchés du financement bancaire, et d'une diminution de la confiance. On anticipe une reprise léthargique au cours de la période 2010-2012, alimentée par les exportations, lesquelles devraient bénéficier de la dépréciation de l'euro. La demande intérieure devrait demeurer atone, compte tenu d'une expansion modeste de l'emploi et des salaires ainsi que d'une hausse des impôts.

Selon les projections, la reprise au Japon évoluera essentiellement comme escompté dans le *Rapport* d'avril et les exportations nettes seront encore le principal moteur de la croissance. La fin des subventions publiques devrait ralentir la progression de la consommation, alors que l'appréciation du yen depuis l'éclatement de la crise de la dette souveraine freinera l'expansion des exportations. On prévoit que les conditions monétaires et financières au Japon resteront très favorables.

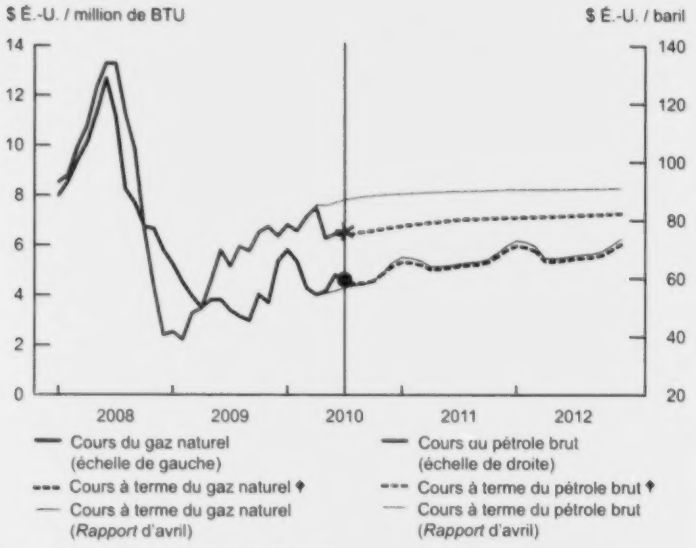
La croissance rapide en Chine devrait se rapprocher peu à peu d'un taux d'expansion tendanciel de quelque 8 à 9 % en 2011 et 2012.

La croissance rapide en Chine devrait se rapprocher peu à peu d'un taux d'expansion tendanciel d'approximativement 8 à 9 % en 2011 et 2012, sous l'influence du retrait graduel des programmes de relance budgétaire, de la mise en place de mesures de resserrement du crédit (qui ciblent le marché du logement et les emprunts des administrations locales) de même que de l'appréciation postulée de la monnaie chinoise. La demande intérieure devrait demeurer la principale source de croissance, puisque les exportations sont susceptibles de se ressentir de la crise de la dette souveraine en Europe, qui constitue le plus important marché d'exportation de la Chine[4]. D'autres économies émergentes devraient enregistrer une solide expansion durant les trois prochaines années, ce qui, dans bien des cas, tient tant à la vigueur de la demande intérieure qu'aux exportations liées aux technologies.

4 Quelque 20 % des exportations de la Chine sont destinées au marché européen.

Graphique 9 : Les cours à terme du pétrole sont plus faibles qu'ils l'étaient en avril, tandis que les cours du gaz naturel demeurent essentiellement inchangés

Données mensuelles



· Cours au comptant du pétrole brut (16 juillet 2010)
• Cours au comptant du gaz naturel (16 juillet 2010)
♦ Prix moyen des contrats à terme au cours des deux semaines se terminant le 16 juillet 2010
Nota : Les valeurs des prix du pétrole brut et du gaz naturel pour juillet 2010 sont des estimations fondées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant jusqu'au 16 juillet 2010.
Source : New York Mercantile Exchange (NYMEX)

L'évolution escomptée des prix des produits de base au cours de la période de projection a été révisée à la baisse depuis la parution du *Rapport* en avril, compte tenu des perspectives moins favorables concernant la croissance de l'économie mondiale. En fait foi la trajectoire inférieure mais ascendante des cours à terme du pétrole, qui passent d'environ 75 dollars américains le baril à quelque 82 dollars à la fin de 2012 **(Graphique 9)**. À mesure que l'activité économique mondiale se redressera, l'indice des prix des produits non énergétiques de la Banque devrait aussi augmenter de façon constante, pour atteindre un niveau légèrement inférieur à celui attendu dans le *Rapport* d'avril.

L'évolution escomptée des prix des produits de base a été révisée à la baisse.

L'économie canadienne

La reprise au Canada se déroule en gros comme prévu, soutenue par la détente budgétaire et monétaire, la hausse des termes de l'échange, l'amélioration de la situation sur le marché du travail, le regain de confiance des ménages et le redressement de l'économie mondiale. Comme dans le *Rapport* d'avril, la Banque s'attend à ce que le rythme de croissance de l'activité ralentisse, en raison du devancement des dépenses de consommation et des investissements dans le secteur du logement suscité par les mesures de relance, ainsi que du retrait graduel de la détente budgétaire.

La reprise au Canada se déroule en gros comme prévu.

La Banque estime maintenant que cette décélération sera légèrement plus prononcée en 2010 et en 2011, en grande partie sous l'effet de l'affaiblissement et de l'incertitude accrue des perspectives de l'économie mondiale par rapport à celles présentées en avril. Elle prévoit que la progression de la consommation sera plus modeste, ce qui cadre avec une croissance des revenus moins élevée. L'incertitude devrait également tempérer la reprise des investissements des entreprises à court terme. En revanche, la diminution de la valeur postulée du dollar canadien devrait contribuer à stimuler les exportations nettes. Dans l'ensemble, le niveau de l'activité économique au Canada devrait retrouver son plein potentiel un peu plus tard qu'on ne s'y attendait précédemment.

La Banque s'attend à ce que le rythme de croissance ralentisse en 2010 et en 2011 un peu plus rapidement que projeté en avril.

La projection concernant l'inflation au Canada est demeurée pratiquement inchangée par rapport à celle contenue dans le *Rapport* d'avril, les révisions des perspectives étant mineures et ayant tendance à s'annuler. Tant l'inflation mesurée par l'IPC global que l'inflation mesurée par l'indice de référence devraient continuer d'avoisiner 2 % tout au long de la période de projection. La Banque fera abstraction des effets transitoires sur l'inflation des modifications apportées aux impôts indirects perçus par les provinces.

La projection concernant l'inflation au Canada est demeurée pratiquement inchangée par rapport à celle présentée en avril.

L'évolution récente

L'activité économique

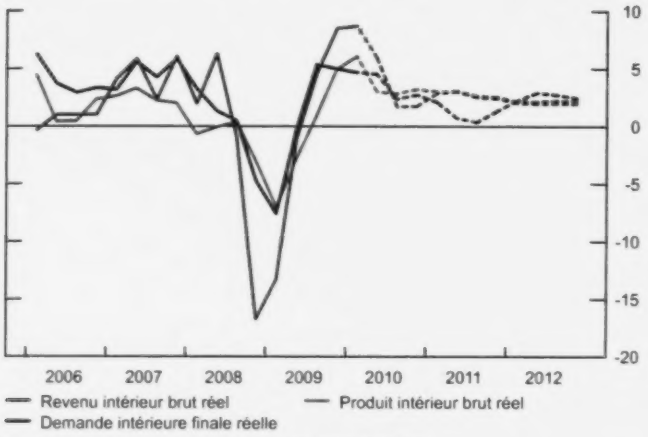
Ainsi qu'on s'y attendait dans la livraison d'avril du *Rapport*, le PIB réel du Canada a bondi au premier trimestre, de 6,1 % (en chiffres annualisés), sous l'impulsion de la vive croissance de la demande intérieure et de la reprise des exportations qui se sont poursuivies. Une nouvelle amélioration des termes de l'échange du pays a donné lieu à une hausse encore plus marquée du revenu intérieur brut réel **(Graphique 10)**.

Au premier trimestre de 2010, le niveau du PIB réel a remonté pour se rapprocher du sommet atteint avant la récession, sous l'effet des mesures de relance budgétaire en cours, de la vigueur des dépenses de consommation et de la robustesse des investissements dans le logement **(Graphique 11)**.

Au premier trimestre de 2010, le niveau du PIB réel a remonté pour se rapprocher du sommet atteint avant la récession, sous l'effet des mesures de relance budgétaire en cours, de la vigueur des dépenses de consommation et de la robustesse des investissements dans le logement.

Graphique 10 : Après avoir connu une forte accélération en 2009, la croissance du revenu intérieur brut réel devrait ralentir

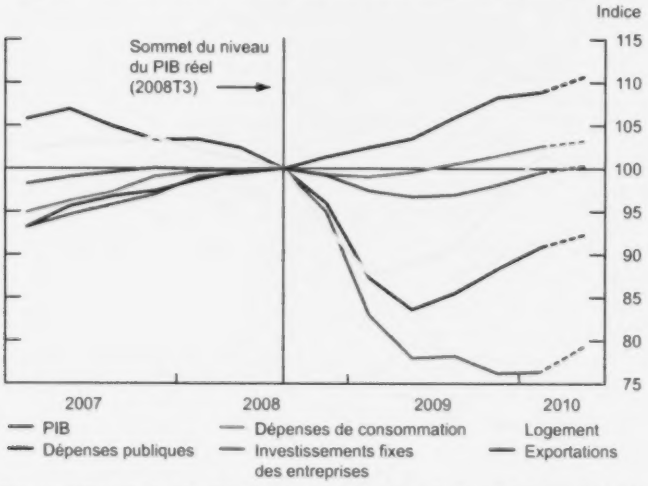
Taux de croissance trimestriel annualisé



Sources : Statistique Canada et projections de la Banque du Canada

Graphique 11 : Soutenu par les dépenses des ménages et des administrations publiques, le PIB réel se rapproche du niveau auquel il se situait avant la récession

Base 100 de l'indice = 2008T3, en dollars enchaînés de 2002, données trimestrielles



Nota : Les chiffres relatifs au deuxième trimestre de 2010 sont des estimations de la Banque du Canada.
Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Les dépenses des ménages ont été un peu plus fortes qu'escompté pendant le trimestre, grâce à de solides gains au chapitre du revenu du travail, au redressement de la confiance et aux conditions de crédit favorables. L'expansion des investissements dans le logement a également dépassé les attentes, les ménages s'étant empressés de tirer profit du crédit d'impôt pour la rénovation domiciliaire avant que celui-ci n'expire à la fin de janvier. L'inversion plus rapide que prévu du cycle des stocks a aussi donné un élan considérable à la croissance globale du PIB. Cependant, comme l'incertitude des firmes persiste quant à la viabilité de la reprise de la demande mondiale, la remontée des investissements fixes des entreprises a été plus modeste qu'anticipé. De fait, le niveau de ces investissements reste faible, après un repli plus rapide et plus profond que lors des récessions précédentes.

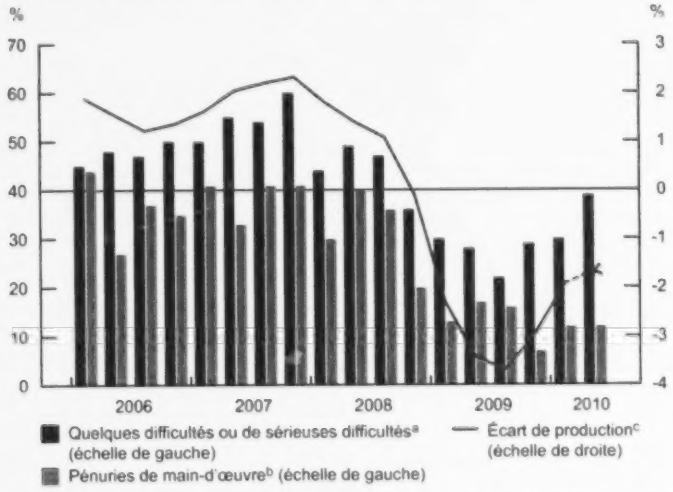
Des indicateurs récents donnent à penser que la progression du PIB réel a ralenti pour se situer aux alentours de 3,0 % au deuxième trimestre. Les dépenses de consommation se sont modérées, alors que les investissements dans le logement se sont contractés de façon marquée, comme prévu, après l'expiration du crédit d'impôt pour la rénovation domiciliaire, le resserrement des conditions d'octroi des prêts hypothécaires et la majoration des taux hypothécaires. Par opposition, la reprise des investissements des entreprises devrait s'être amorcée, à la faveur de la hausse des achats de machines et de matériel associée en partie au redressement du secteur pétrolier. De même, les dépenses publiques ont été stimulées temporairement par les dépenses liées aux sommets du G8 et du G20 dont le Canada a été l'hôte en juin.

Des indicateurs récents donnent à penser que la progression du PIB réel a ralenti pour se situer aux alentours de 3,0 % au deuxième trimestre.

L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie

La marge de capacités excédentaires au sein de l'économie canadienne a continué de diminuer au deuxième trimestre. Les divers indicateurs que la Banque prend en considération fournissent des informations quelque peu divergentes quant à l'ampleur de la baisse. D'après les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus à l'été (http://www.banqueducanada.ca/fr/bos/2010/ete/bos0710f.pdf), la marge de capacités excédentaires a sensiblement diminué depuis le sommet atteint au troisième trimestre de 2009, la proportion de firmes qui estiment qu'elles auraient du mal à faire face à une hausse inattendue de la demande atteignant son niveau le plus élevé depuis le troisième trimestre de 2008 **(Graphique 12)**. Par contre, la mesure dont la Banque se sert habituellement pour estimer l'écart de production indique que celui-ci était encore appréciable.

Graphique 12 : L'offre excédentaire au sein de l'économie canadienne s'est amenuisée sensiblement depuis le troisième trimestre de 2009

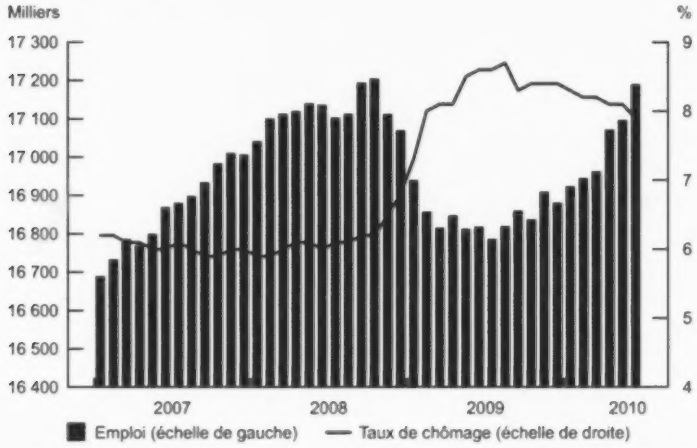


a. Réponses à la question relative aux pressions sur la capacité de production, dans l'enquête sur les perspectives des entreprises. Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes.
b. Réponses à la question relative aux pénuries de main-d'œuvre, dans l'enquête citée précédemment. Pourcentage des entreprises ayant déclaré souffrir d'une pénurie de main-d'œuvre qui restreint leur capacité de répondre à la demande.
c. Différence entre la production observée et la production potentielle estimée. La valeur estimée de l'écart pour le deuxième trimestre de 2010 (indiquée par l'étoile) se fonde sur une augmentation prévue de la production de 3,0 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

Source : Banque du Canada — Dernière observation : 2010T2

Graphique 13 : La situation sur le marché du travail s'améliore graduellement

Données mensuelles



Source : Statistique Canada — Dernière observation : juin 2010

La situation sur le marché du travail a continué de s'améliorer. En particulier, l'emploi s'est accru très rapidement ces derniers mois et est maintenant revenu essentiellement à son niveau d'avant la récession **(Graphique 13)**. Toutefois, le taux de chômage demeure relativement élevé, et le nombre moyen d'heures travaillées par semaine reste inférieur à ce qu'il était avant la récession. De plus, selon les résultats de l'enquête de l'été sur les perspectives des entreprises, le pourcentage des firmes faisant état de pénuries de main-d'œuvre n'a que peu augmenté par rapport au creux observé au quatrième trimestre de 2009.

La Banque est d'avis que l'économie tournait à environ 1 1/2 % en deçà de son plein potentiel au deuxième trimestre de 2010.

Dans l'ensemble, les divers indicateurs des pressions s'exerçant sur les capacités concordent avec le point de vue de la Banque selon lequel la production potentielle a crû d'environ 1,2 % en 2009 et de 1,5 % plus récemment[5]. À cet égard, la Banque est d'avis que l'économie tournait à environ 1 1/2 % en deçà de son plein potentiel au deuxième trimestre de 2010.

L'inflation et la cible de 2 %

L'inflation mesurée par l'indice de référence a évolué comme on le prévoyait, tandis que l'inflation mesurée par l'IPC global a été un peu plus faible que projeté, en raison du niveau moins élevé des prix de l'essence.

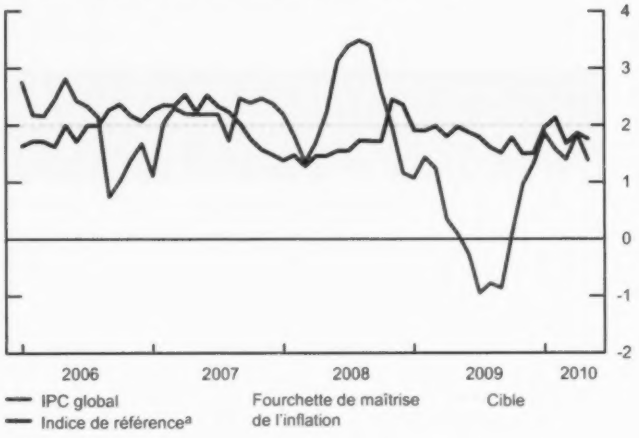
L'inflation mesurée par l'indice de référence a évolué comme on le prévoyait en avril, tandis que l'inflation mesurée par l'IPC global a été un peu plus faible que projeté, en raison principalement du niveau moins élevé qu'escompté des prix de l'essence.

Le taux d'augmentation de l'indice de référence a quelque peu baissé pour s'établir légèrement sous la barre des 2 % ces derniers mois, du fait de la disparition partielle des facteurs temporaires qui avaient stimulé l'inflation au début de l'année (notamment la flambée passagère des tarifs des services d'hébergement associée à la tenue des Jeux olympiques de 2010 à Vancouver) **(Graphique 14)**. Plus fondamentalement, l'atténuation de la pression à la baisse sur l'inflation découlant de la réduction de l'offre excédentaire au sein de l'économie a été en grande partie neutralisée par la diminution de la pression à la hausse provenant de la croissance de la rémunération du travail **(Graphique 15)**, ce qui a contribué à maintenir l'inflation mesurée par l'indice de référence près de 2 %.

5 Comme par les années passées, la Banque publiera les résultats de sa réévaluation annuelle approfondie de la production potentielle dans la livraison d'octobre du *Rapport*.

Graphique 14 : Au Canada, l'inflation a évolué essentiellement comme prévu

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles

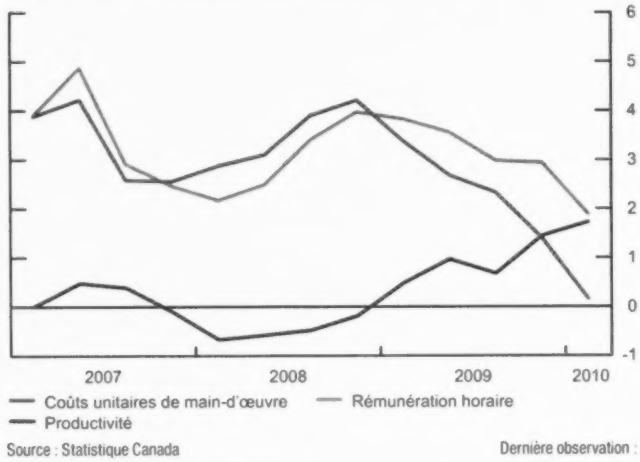


a. Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

Source : Statistique Canada — Dernière observation : mai 2010

Graphique 15 : L'accroissement des coûts unitaires de main-d'œuvre a nettement ralenti depuis la fin de 2008

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Source : Statistique Canada — Dernière observation : 2010T1

Les attentes d'inflation restent solidement ancrées à la cible de 2 %.

Les mesures tirées d'enquêtes récentes indiquent que les attentes d'inflation restent solidement ancrées à la cible de 2 %. Selon les compilations de Consensus Economics publiées en juillet, l'IPC global devrait gagner 1,9 % en 2010. D'après les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus cet été, 95 % des firmes sondées estiment que la hausse moyenne de l'IPC se maintiendra durant les deux prochaines années à l'intérieur de la fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 % que vise l'institution. L'enquête montre aussi que les attentes sont réparties également entre les entreprises qui s'attendent à ce que l'inflation s'établisse dans la moitié inférieure de la fourchette et celles qui prévoient qu'elle s'inscrira dans la moitié supérieure. Les mesures des attentes d'inflation à long terme issues du marché se situent toujours à l'intérieur de la fourchette observée par le passé.

Les conditions financières au Canada

Globalement, les conditions financières au Canada sont demeurées favorables, et ont ainsi fourni un soutien continu à la reprise économique.

Les marchés financiers canadiens se sont montrés relativement résilients face aux tensions sur les marchés internationaux. En particulier, les marchés du financement bancaire au Canada ont été peu touchés par les pressions s'exerçant sur les marchés mondiaux du financement à court terme. Cependant, les tensions à l'échelle du globe ont conduit à une réduction du prix des actifs risqués et à une certaine majoration des primes de risque. Globalement, les conditions financières au Canada sont demeurées favorables, et ont ainsi fourni un soutien continu à la reprise économique.

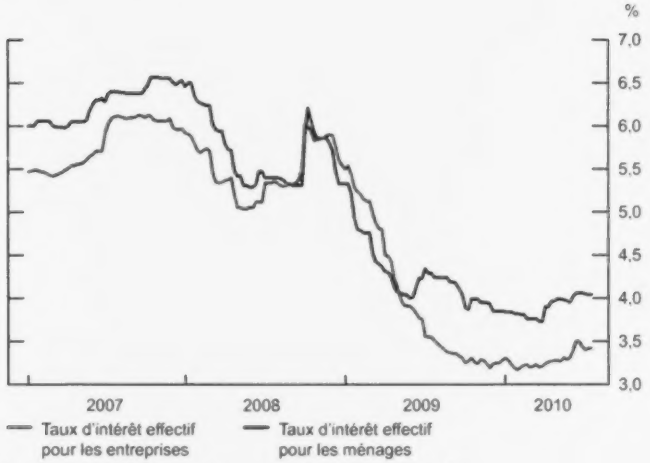
Les coûts de financement des banques canadiennes se sont quelque peu accrus depuis la parution du *Rapport* d'avril, en raison du relèvement attendu du taux directeur et de la légère hausse des primes de risque. Les coûts d'emprunt effectifs des ménages canadiens ont également augmenté un peu, mais ils restent malgré tout à un niveau exceptionnellement bas **(Graphique 16)**. Dans ce contexte, l'expansion de l'ensemble des crédits aux ménages est demeurée robuste **(Graphique 17)**.

Les résultats des plus récentes enquêtes de la Banque indiquent que les conditions du crédit aux entreprises se sont assouplies au cours des derniers mois.

Les coûts d'emprunt effectifs des firmes canadiennes se sont aussi élevés légèrement depuis avril, quoiqu'ils restent, eux aussi, exceptionnellement bas. Parallèlement, les résultats combinés de la plus récente édition de l'enquête de la Banque auprès des responsables du crédit (http://www.banqueducanada.ca/fr/slos/pdf/slos2010T2.pdf) et de l'enquête sur les perspectives des entreprises indiquent que les conditions du crédit aux entreprises se sont assouplies au cours des derniers mois **(Graphique 18)**. L'enquête auprès des responsables du crédit, notamment, fait état d'un léger assouplissement net dans le cas des petites entreprises et des sociétés commerciales pour la première fois depuis le début du resserrement des conditions du crédit au troisième trimestre de 2007. Malgré des coûts d'emprunt favorables, la croissance de l'ensemble des crédits aux entreprises reste anémique, en partie à cause du niveau relativement élevé des liquidités détenues par les sociétés non financières et de la faiblesse des investissements.

Graphique 16 : Les coûts d'emprunt des ménages et des entreprises demeurent à des niveaux exceptionnellement bas

Données hebdomadaires



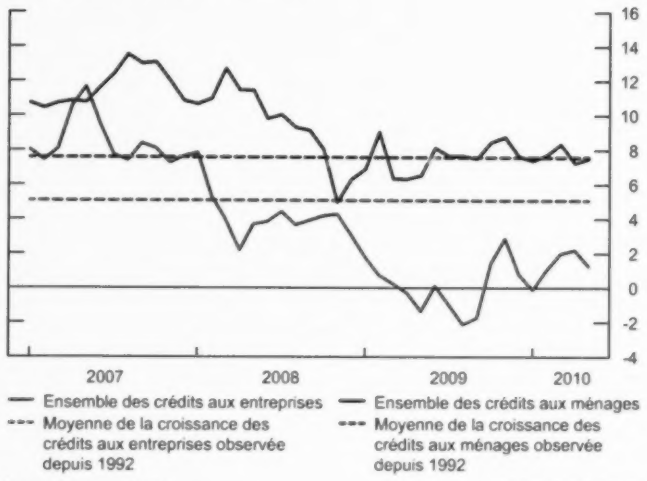
Nota : Pour de plus amples renseignements sur ces séries, consulter le site http://credit.banqueducanada.ca/conditionsfinancieres.

Source : calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 16 juillet 2010

Graphique 17 : La croissance du crédit aux entreprises demeure anémique, alors que le crédit aux ménages continue de progresser à un rythme vigoureux

Taux de variation sur trois mois annualisé

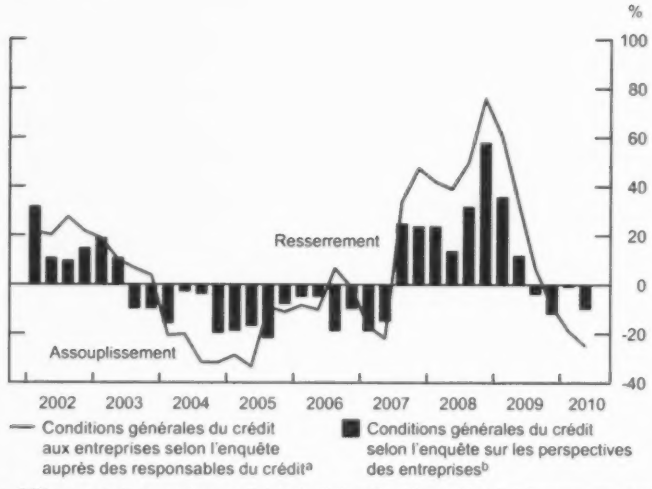


Source : Banque du Canada

Dernière observation : mai 2010

Graphique 18 : Les résultats des enquêtes donnent à penser que les conditions du crédit aux entreprises non financières canadiennes se sont assouplies au deuxième trimestre de 2010

Solde des opinions



a. Différence entre le pourcentage pondéré des institutions financières qui font état d'un resserrement et le pourcentage pondéré de celles qui signalent un assouplissement

b. Différence entre le pourcentage des entreprises qui font état d'un resserrement et le pourcentage de celles qui signalent un assouplissement

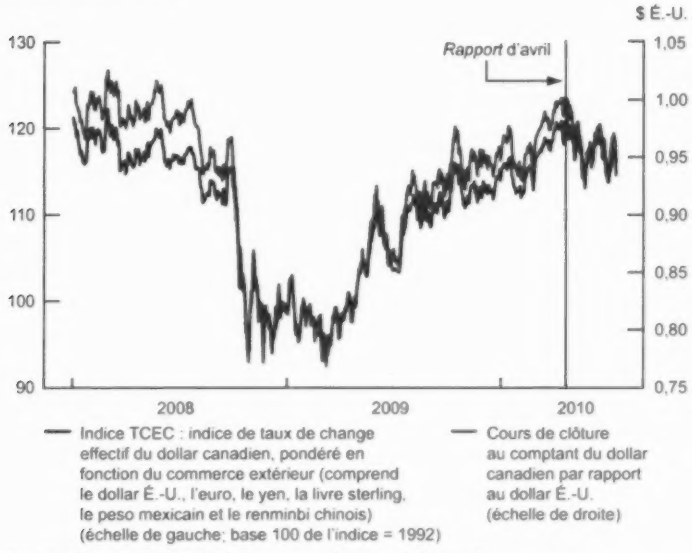
Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2010T2

La progression des agrégats monétaires au sens étroit se maintient bien au-dessus de ce qu'on a enregistré par le passé, situation qui s'explique à la fois par le désir des ménages et des entreprises de conserver des actifs liquides en période d'incertitude accrue et par le fait que les bas taux d'intérêt stimulent peu la demande de placements dans des dépôts à long terme. L'expansion de l'agrégat au sens large M2++, par contre, s'est considérablement tassée depuis la fin de 2009 et s'établit maintenant un peu en deçà de son taux tendanciel, ce qui cadre avec le niveau modéré attendu des pressions inflationnistes.

Graphique 19 : Le dollar canadien s'est déprécié depuis la parution du *Rapport* d'avril

Données quotidiennes


$ É.-U.
130
120
110
100
90
1,05
1,00
0,95
0,90
0,85
0,80
0,75
Rapport d'avril
2008
2009
2010
Indice TCEC : indice de taux de change effectif du dollar canadien, pondéré en fonction du commerce extérieur (comprend le dollar É.-U., l'euro, le yen, la livre sterling, le peso mexicain et le renminbi chinois) (échelle de gauche; base 100 de l'indice = 1992)
Cours de clôture au comptant du dollar canadien par rapport au dollar É.-U. (échelle de droite)

Nota : Une hausse de l'indice TCEC indique une appréciation du dollar canadien.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 16 juillet 2010

Le taux de change

Le dollar canadien s'est déprécié depuis la parution du *Rapport* d'avril, sa valeur se situant en moyenne à 96,4 cents É.-U. au cours de la période, comparativement au chiffre de 99 cents É.-U. qui avait été postulé en avril **(Graphique 19)**. La baisse de valeur du dollar canadien fait écho, en partie, à l'appréciation générale de la devise américaine résultant de la crise de la dette souveraine en Europe et des réductions récentes des prix des produits de base.

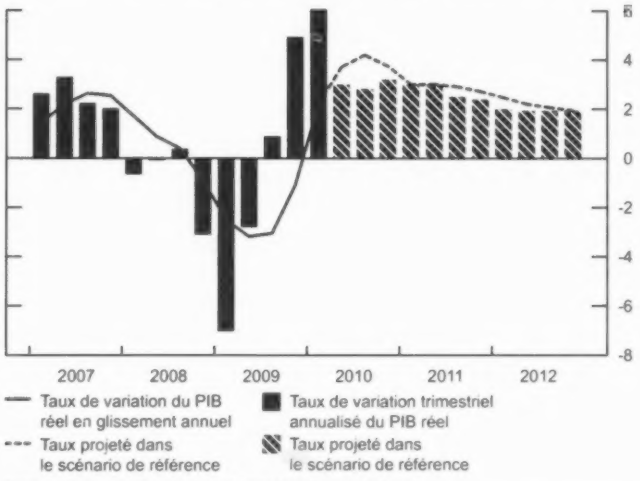
Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne

La Banque fonde son scénario de référence sur les principales hypothèses suivantes : l'établissement du taux de change du dollar canadien à 96 cents É.-U. en moyenne; une évolution des prix de l'énergie conforme aux cours récents des contrats à terme; un renchérissement progressif des produits de base non énergétiques qui va de pair avec la reprise économique mondiale. Les conditions du crédit à l'échelle internationale devraient s'améliorer graduellement durant la période de projection, mais leur situation initiale sera un peu moins favorable que prévu en avril, du fait des préoccupations accrues concernant la dette souveraine de certains pays européens.

L'offre et la demande globales

La Banque anticipe une modération du rythme de progression du PIB réel durant le reste de l'année et en 2011 **(Graphique 20)**. Comme l'indiquait le *Rapport* d'avril, cette atténuation tient surtout au devancement des dépenses de consommation et des investissements dans le logement qu'ont entraîné l'assouplissement des conditions monétaires et la mise en place de mesures temporaires de relance budgétaire, ainsi qu'au retrait graduel de ces dernières. Compte tenu, toutefois, de l'assainissement des finances publiques qui s'accé-

Graphique 20 : La croissance du PIB réel devrait ralentir pour s'établir au taux d'augmentation de la production potentielle



Sources : Statistique Canada et projections de la Banque du Canada

lère à l'échelle du globe et des perspectives mondiales qui s'affaiblissent et se font plus incertaines, la décélération de l'expansion économique au Canada devrait être un peu plus prononcée qu'envisagé précédemment. La composition de la demande devrait également se modifier légèrement, la demande intérieure perdant en importance au profit des exportations nettes, principalement à cause de la croissance moins élevée de la consommation et des importations **(Tableau 2)**. La Banque projette que la croissance du PIB réel atteindra, en moyenne annuelle, 3,5 % en 2010 avant de ralentir pour s'établir à 2,9 % en 2011 et à 2,2 % en 2012. Elle estime maintenant que l'économie renouera avec son plein potentiel à la fin de 2011.

La Banque s'attend à ce que le rythme d'expansion de l'économie s'établisse à 3,5 % en 2010, à 2,9 % en 2011 et à 2,2 % en 2012.

Tableau 2 : Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel
En points de pourcentage[a]

	2009	2010	2011	2012
Consommation	0,2 *(0,1)*	1,9 *(1,9)*	1,4 *(1,7)*	1,4 *(1,5)*
Logement	-0,6 *(-0,5)*	0,6 *(0,6)*	-0,1 *(-0,1)*	0,1 *(0,1)*
Administrations publiques	1,2 *(1,1)*	1,4 *(1,3)*	-0,2 *(-0,2)*	-0,5 *(-0,5)*
Investissements fixes des entreprises	-2,6 *(-2,2)*	0,1 *(0,2)*	0,7 *(0,8)*	0,9 *(0,8)*
Total partiel : demande intérieure finale	-1,8 *(-1,5)*	4,0 *(4,0)*	1,8 *(2,2)*	1,9 *(1,9)*
Exportations	-4,7 *(-4,5)*	2,5 *(2,1)*	1,9 *(1,8)*	1,4 *(1,4)*
Importations	4,9 *(4,3)*	-4,1 *(-2,9)*	-1,1 *(-1,6)*	-1,2 *(-1,5)*
Total partiel : exportations nettes	0,2 *(-0,2)*	-1,6 *(-0,8)*	0,8 *(0,2)*	0,2 *(-0,1)*
Stocks	-0,9 *(-0,9)*	1,1 *(0,5)*	0,3 *(0,7)*	0,1 *(0,1)*
PIB	**-2,5** *(-2,6)*	**3,5** *(3,7)*	**2,9** *(3,1)*	**2,2** *(1,9)*
Pour mémoire :				
Production potentielle	1,2 *(1,2)*	1,5 *(1,5)*	1,9 *(1,9)*	1,9 *(1,9)*
Revenu intérieur brut réel	-5,8 *(-5,8)*	5,7 *(5,6)*	2,7 *(3,7)*	2,4 *(2,4)*

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire*, alors que les données relatives à la production potentielle proviennent de la note technique 3 du *Rapport* d'octobre 2009

La croissance de la consommation devrait être plus modeste qu'envisagé en avril, en raison d'une progression plus faible des revenus.

La Banque s'attend encore à ce que les dépenses de consommation ralentissent, pour passer à une allure davantage compatible avec la progression des revenus. Comme elle entrevoit maintenant une augmentation des revenus un peu plus modeste qu'escompté en avril, principalement à cause de l'affaiblissement des perspectives mondiales et de l'abaissement du profil de croissance projeté des prix des produits de base, le profil de la consommation est en conséquence revu à la baisse. Au cours de la période de projection, les dépenses des ménages devraient continuer d'être soutenues par le renforcement du marché du travail.

Comme en avril, la Banque prévoit que les investissements dans le logement s'affaibliront encore durant le reste de l'année et une bonne partie de 2011.

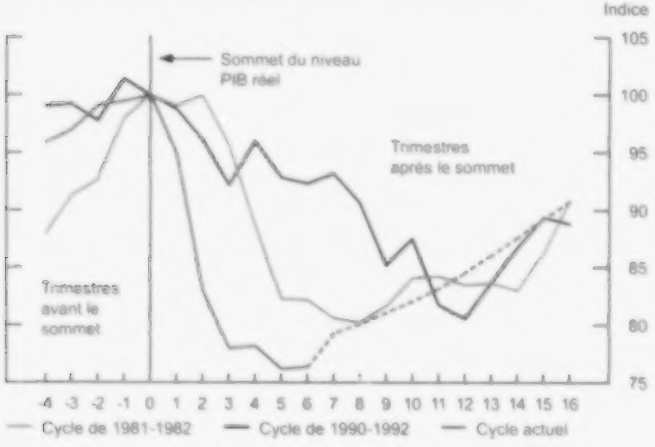
Ainsi qu'elle en faisait état en avril, la Banque prévoit que les investissements dans le logement s'affaibliront encore durant le reste de l'année et une bonne partie de 2011. Ce fléchissement s'explique par l'importance de l'activité qui a été devancée à la fin de 2009 et au début de 2010 à la faveur des taux hypothécaires exceptionnellement bas et du crédit d'impôt pour la rénovation domiciliaire — qui a récemment pris fin —, en plus du resserrement des conditions d'octroi des prêts hypothécaires et de la hausse des prix des maisons.

Les investissements des firmes devraient augmenter pour atteindre des niveaux correspondant à ceux qui ont été observés lors des reprises précédentes.

Le degré d'incertitude accru quant au rythme et à la composition de la reprise mondiale devrait continuer de freiner les investissements des firmes. Cette prévision concorde avec la diminution du solde des opinions exprimées dans la toute dernière enquête sur les perspectives des entreprises au sujet des intentions d'investissements en machines et matériel dans les douze prochains mois. Les investissements des firmes devraient néanmoins augmenter pour atteindre des niveaux correspondant à ceux qui ont été observés lors des reprises précédentes **(Graphique 21)**, l'élargissement des capacités et l'amélioration de la productivité étant nécessaires dans un espace international plus concurrentiel. Ces investissements devraient être appuyés par la solide situation financière des sociétés non financières canadiennes et les conditions de crédit souples.

Graphique 21 : Les investissements fixes des entreprises au Canada devraient remonter à des niveaux correspondant à ceux observés lors des reprises précédentes

Évolution comparative des investissements fixes des entreprises canadiennes, en termes réels, sur différents cycles: base 100 de l'indice = sommet du cycle, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

Parallèlement, comme l'ajustement du ratio stocks/ventes est essentiellement achevé, les stocks des entreprises ne devraient contribuer que modestement à la croissance globale du PIB réel au cours de la période de projection.

Comme en avril, la Banque estime que l'apport des dépenses publiques à la croissance du PIB réel va graduellement reculer pour devenir négatif en 2011.

Favorisées par la diminution de la valeur postulée du dollar canadien, les exportations devraient connaître en 2010-2011 une montée légèrement supérieure à ce qui avait été projeté en avril, malgré un certain affaiblissement de la croissance de la demande extérieure. Les importations devraient augmenter moins rapidement que dans le scénario d'avril, vu la progression moins robuste de la demande intérieure finale, le ralentissement projeté du rythme d'accumulation des stocks et le niveau postulé plus faible du taux de change.

Les importations devraient augmenter moins rapidement que prévu en avril, vu la progression moins robuste de la demande intérieure finale, le ralentissement projeté du rythme d'accumulation des stocks et le niveau postulé plus faible du taux de change.

La projection en matière d'inflation

La projection relative à l'inflation au Canada demeure pratiquement inchangée par rapport aux pronostics d'avril, les révisions des perspectives étant mineures et ayant tendance à s'annuler **(Tableau 3** et **Graphique 22)**. Même si, au début de 2010, l'offre excédentaire était quelque peu inférieure au niveau d'abord escompté, le ralentissement plus prononcé de la croissance aux trimestres suivants entraînera une modeste hausse de la persistance de l'écart de production par rapport au profil antérieur. En outre, l'incidence des prix de l'énergie plus faibles sur l'inflation mesurée par l'IPC global se trouve partiellement contrebalancée par la diminution de la valeur postulée du dollar canadien.

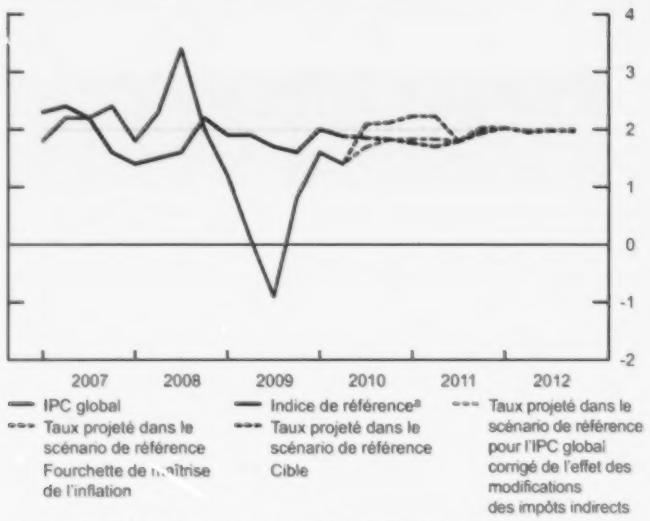
Tableau 3 : Résumé des projections relatives à l'économie canadienne selon le scénario de référence[a]

	2009	2010				2011				2012			
	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé)	4,9 *(5,0)*	6,1 *(5,8)*	3,0 *(3,8)*	2,8 *(3,5)*	3,2 *(3,5)*	3,0 *(3,3)*	3,0 *(2,8)*	2,5 *(1,9)*	2,4 *(1,9)*	2,0 *(1,9)*	1,9 *(1,9)*	1,9 *(1,9)*	1,9 *(1,9)*
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	-1,1 *(-1,2)*	2,2 *(2,0)*	3,7 *(3,9)*	4,2 *(4,5)*	3,8 *(4,2)*	3,0 *(3,6)*	3,0 *(3,3)*	2,9 *(2,9)*	2,7 *(2,5)*	2,5 *(2,1)*	2,2 *(1,9)*	2,1 *(1,9)*	2,0 *(1,9)*
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	1,6 *(1,6)*	2,0 *(2,0)*	1,9 *(1,9)*	1,8 *(1,8)*	1,8 *(1,8)*	1,8 *(1,7)*	1,7 *(1,7)*	1,8 *(1,9)*	1,9 *(2,0)*	2,0 *(2,0)*	2,0 *(2,0)*	2,0 *(2,0)*	2,0 *(2,0)*
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	0,8 *(0,8)*	1,6 *(1,7)*	1,4 *(1,7)*	2,1 *(2,4)*	2,1 *(2,4)*	2,2 *(2,4)*	2,2 *(2,3)*	1,8 *(1,9)*	2,0 *(2,0)*	2,0 *(2,0)*	2,0 *(2,0)*	2,0 *(2,0)*	2,0 *(2,0)*
IPC global hors effet de la TVH et des modifications d'autres impôts indirects (taux de variation en glissement annuel)	0,8 *(0,8)*	1,6 *(1,7)*	1,4 *(1,7)*	1,7 *(2,0)*	1,8 *(2,1)*	1,8 *(2,1)*	1,8 *(2,0)*	1,8 *(2,0)*	1,9 *(2,0)*	2,0 *(2,0)*	2,0 *(2,0)*	2,0 *(2,0)*	2,0 *(2,0)*
WTI[b] (niveau)	76 *(76)*	79 *(79)*	78 *(86)*	75 *(88)*	77 *(89)*	78 *(89)*	80 *(90)*	80 *(90)*	81 *(90)*	81 *(91)*	81 *(91)*	82 *(91)*	82 *(91)*

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire*.
b. Les hypothèses relatives au cours du pétrole brut West Texas Intermediate (en $ É.-U. le baril) se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 16 juillet 2010.

Graphique 22 : Les taux d'augmentation de l'IPC global et de l'indice de référence au Canada devraient continuer d'avoisiner la cible de 2 % au cours de la période de projection

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



a. Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

Sources : Statistique Canada et projections de la Banque du Canada

Comme en avril, le scénario de référence de la Banque en matière d'inflation intègre l'effet estimatif de l'harmonisation des taxes de vente en Ontario et en Colombie-Britannique[6]. Selon les calculs de la Banque, l'incidence directe de cette mesure sera une hausse temporaire de 0,6 point de pourcentage du taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global au cours de la période allant de juillet 2010 à juin 2011. Dans le cadre de la mise en place de la taxe de vente harmonisée (TVH), la plupart des taxes payées actuellement sur les intrants des entreprises seront remboursées au moyen de crédits d'impôt. Cette réduction des coûts de production devrait exercer, au fil du temps, un certain effet compensatoire sur les prix à la consommation, mais il est difficile d'évaluer l'ampleur de cet effet et le moment où il se fera sentir. Dans son scénario de référence, la Banque fait l'hypothèse que ces économies seront transmises graduellement durant le second semestre de l'année et qu'elles représenteront au total une diminution de 0,3 point de pourcentage des taux de variation de l'indice de référence et de l'IPC global, toutes choses égales par ailleurs. De plus, le scénario de référence de la Banque tient maintenant compte de la majoration annoncée de la taxe de vente provinciale au Québec, qui prendra effet en janvier 2011 et qui devrait ajouter environ 0,1 point de pourcentage à l'inflation mesurée par l'IPC global en 2011. Comme dans le cas des autres modifications apportées aux impôts indirects par le passé, la Banque fera abstraction des effets initiaux de ces changements sur les prix aux fins de la conduite de la politique monétaire.

6 Le 1er juillet 2010, ces deux provinces ont harmonisé leur taxe de vente provinciale avec la taxe fédérale sur les produits et services. En conséquence, une gamme élargie de biens et de services sont dorénavant taxés en Ontario et en Colombie-Britannique.

Les attentes d'inflation étant bien ancrées, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait demeurer autour de 2 % tout au long de la période de projection. La récente décélération de la progression de la rémunération du travail, qui devrait persister et être renforcée par les mesures de réduction des dépenses annoncées dernièrement dans le secteur public, contribue à un ralentissement marqué de la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre. Conjugué à un relèvement cyclique de la productivité du travail, ce ralentissement devrait abaisser progressivement les pressions inflationnistes. Cet effet devrait être contrebalancé par la résorption graduelle de l'offre excédentaire. Au cours de la prochaine année environ, on s'attend à ce que l'incidence transitoire de l'entrée en vigueur de la TVH maintienne l'inflation mesurée par l'indice de référence légèrement sous la barre des 2 %, à mesure que les remboursements de taxes aux entreprises seront répercutés sur les prix à la consommation. Parallèlement, l'inflation mesurée par l'IPC global (corrigé de l'effet des modifications des impôts indirects) devrait être plus modeste qu'on ne le prévoyait en avril et se maintenir un peu au-dessous de 2 %, principalement en raison du niveau prévu plus faible des prix de l'énergie. Par la suite, les taux d'accroissement de l'indice de référence et de l'IPC global devraient tous deux s'établir à la cible de 2 %.

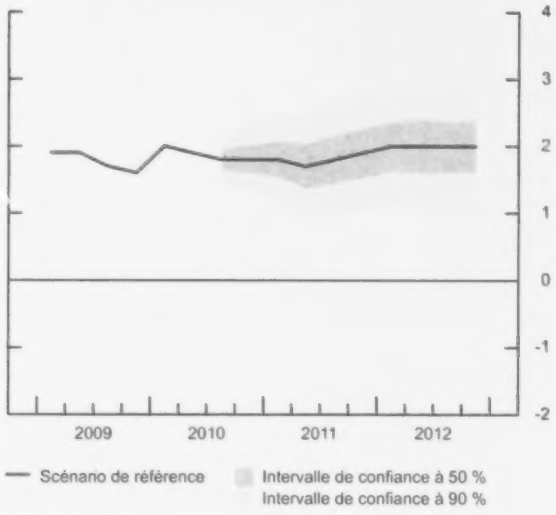
Cette projection intègre une réduction graduelle de la détente monétaire, compatible avec la réalisation de la cible d'inflation.

L'incertitude entourant la projection de la Banque en matière d'inflation est illustrée à l'aide de graphiques en éventail. Les **graphiques 23** et **24** présentent les intervalles de confiance à 50 % et à 90 % relatifs au rythme d'augmentation sur douze mois de l'indice de référence et de l'IPC global pour la période allant du troisième trimestre de 2010 à la fin de 2012[7].

Tant l'inflation mesurée par l'IPC global que l'inflation mesurée par l'indice de référence devraient demeurer près de 2 % tout au long de la période de projection.

Graphique 23 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'indice de référence

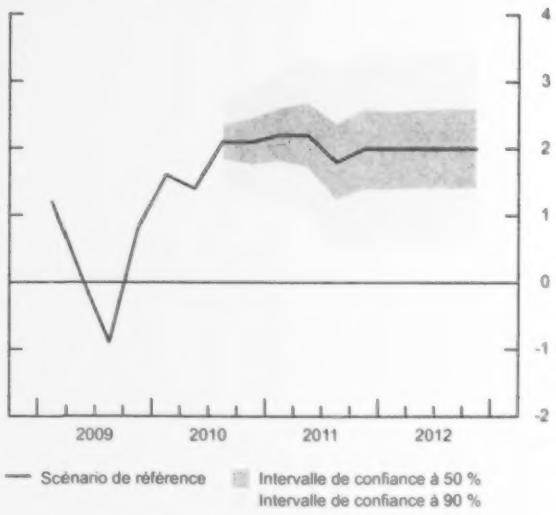
Taux de variation en glissement annuel



Source : Banque du Canada

Graphique 24 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'IPC global

Taux de variation en glissement annuel



Source : Banque du Canada

7 On trouvera des explications techniques sur la construction des graphiques en éventail dans le site Web de la Banque, à l'adresse http://www.banqueducanada.ca/fr/rpm/pdf/document_graphiqueseventail.pdf.

Les risques entourant les perspectives

Certains des risques mentionnés dans le *Rapport* d'avril se sont concrétisés. Plus particulièrement, les préoccupations au sujet de la dette souveraine en Europe se sont intensifiées. Les mesures adoptées en réaction par les pouvoirs publics ont réduit la probabilité de conséquences négatives et renforcé la durabilité de la reprise à moyen terme. La projection de la Banque demeure néanmoins entachée de risques considérables.

L'incertitude entourant les perspectives mondiales représente un risque important pour l'inflation au Canada. Du côté des risques à la hausse, la poussée de confiance qui accompagne la restauration de la viabilité des finances publiques dans les pays avancés pourrait contrebalancer plus que prévu les effets de l'assainissement budgétaire. Par ailleurs, le dynamisme observé dans les économies émergentes pourrait être plus fort qu'escompté dans les prévisions actuelles, notamment si les mesures prises pour freiner la demande s'avéraient moins efficaces qu'anticipé pour le moment. Pour ce qui est des risques à la baisse, il est possible que la demande privée à l'échelle mondiale ne suffise pas à soutenir la reprise. Aux États-Unis, une grande incertitude et un chômage élevé pourraient inciter les ménages à accroître leur épargne et ainsi entraîner une diminution plus prononcée de la progression de la consommation qu'on ne l'entrevoit actuellement. En Europe, une expansion plus lente de la demande privée pourrait produire des interactions négatives entre la croissance, les conditions financières et les soldes budgétaires.

Au Canada, d'importants risques pèsent sur les perspectives concernant la demande privée, tant à la hausse qu'à la baisse. Dans le premier cas, une confiance solide et des conditions de financement favorables pourraient imprimer à la demande privée un élan plus vif qu'escompté. Inversement, les ménages pourraient restreindre leurs dépenses de manière plus marquée que prévu actuellement, afin de maintenir leur taux d'épargne près de sa moyenne récente. De plus, la projection table sur l'hypothèse que l'investissement des entreprises remontera à des niveaux correspondant à ceux observés lors des reprises précédentes. Compte tenu de l'incertitude entourant les perspectives de l'économie mondiale, il existe un risque que le redressement de l'investissement soit retardé davantage.

La Banque est d'avis que ces risques sont relativement équilibrés.

À moyen terme, les déséquilibres macroéconomiques mondiaux continuent de présenter des risques importants pour les perspectives. Ces déséquilibres se sont amenuisés durant la récession, les ménages américains ayant comprimé

leurs dépenses, tandis que les économies émergentes asiatiques voyaient leur demande intérieure stimulée par un train de mesures énergiques. L'entente des dirigeants des pays du G20 relative à des politiques favorisant une croissance forte, durable et équilibrée, ainsi que le processus d'évaluation mutuelle constituent des étapes importantes pour réduire les risques liés aux déséquilibres internationaux. Il est toutefois crucial que les mesures convenues soient mises en œuvre par les différents pays, sans quoi d'importants déséquilibres pourraient réapparaître, de même que le risque connexe d'une correction désordonnée.

Bank of Canada Regional Offices

Atlantic Provinces
1583 Hollis Street, 5th Floor
Halifax, Nova Scotia B3J 1V4

David Amirault
Senior Regional Representative (Economics)

Monique LeBlanc
Senior Regional Representative (Currency)

Quebec
1501 McGill College Avenue, Suite 2030
Montréal, Quebec H3A 3M8

Laurent Martin
Senior Regional Representative (Economics)

Phuong Anh Ho Huu
Senior Regional Representative (Currency)

Miville Tremblay
Senior Representative, Director (Financial Markets)

Ontario
150 King Street West, Suite 2000
Toronto, Ontario M5H 1J9

Brigid Brady
Assistant Chief, Regional Analysis Division, Canadian Economic Analysis Department

Jane Voll
Senior Regional Representative (Economics)

Manuel Parreira
Senior Regional Representative (Currency)

Mark Caplan
Senior Representative, Director (Financial Markets)

Eric Tuer
Assistant Director (Financial Markets)

Prairie Provinces, Nunavut, and Northwest Territories
404 – 6th Avenue SW, Suite 200
Calgary, Alberta T2P 0R9

Alexander Fritsche
Senior Regional Representative (Economics)

Ted Mieszkalski
Senior Regional Representative (Currency)

British Columbia and Yukon
200 Granville Street, Suite 2710
Vancouver, British Columbia V6C 1S4

Farid Novin
Senior Regional Representative (Economics)

Lori Rennison
Senior Regional Representative (Economics)

Trevor Frers
Senior Regional Representative (Currency)

New York Office
Canadian Consulate General
1251 Avenue of the Americas
New York, NY 10020-1175 U.S.A.

Scott Kinnear
Consul and Senior Representative for the Bank of Canada

Bureaux régionaux de la Banque du Canada

Provinces de l'Atlantique
1583, rue Hollis, 5e étage
Halifax (Nouvelle-Écosse) B3J 1V4

David Amirault
Représentant principal (Analyse économique)

Monique LeBlanc
Représentante principale (Monnaie)

Québec
1501, avenue McGill College, bureau 2030
Montréal (Québec) H3A 3M8

Laurent Martin
Représentant principal (Analyse économique)

Phuong Anh Ho Huu
Représentante principale (Monnaie)

Miville Tremblay
Représentant principal et directeur (Marchés financiers)

Ontario
150, rue King Ouest, bureau 2000
Toronto (Ontario) M5H 1J9

Brigid Brady
Chef adjointe, Analyse régionale, département des Analyses de l'économie canadienne

Jane Voll
Représentante principale (Analyse économique)

Manuel Parreira
Représentant principal (Monnaie)

Mark Caplan
Représentant principal et directeur (Marchés financiers)

Eric Tuer
Directeur adjoint (Marchés financiers)

Provinces des Prairies, Nunavut et Territoires du Nord-Ouest
404–6th Avenue SW, bureau 200
Calgary (Alberta) T2P 0R9

Alexander Fritsche
Représentant principal (Analyse économique)

Ted Mieszkalski
Représentant principal (Monnaie)

Colombie-Britannique et Yukon
200, rue Granville, bureau 2710
Vancouver (Colombie-Britannique) V6C 1S4

Farid Novin
Représentant principal (Analyse économique)

Lori Rennison
Représentante principale (Analyse économique)

Trevor Frers
Représentant principal (Monnaie)

Bureau de New York
Consulat général du Canada
1251 Avenue of the Americas
New York, NY 10020-1175
États-Unis

Scott Kinnear
Consul et représentant principal de la Banque du Canada